

Übertragungsbericht

der

Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main,

als Hauptaktionärin der

VTG Aktiengesellschaft, Hamburg,

über die

Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der VTG
Aktiengesellschaft

auf die

Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main,

sowie über

die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 Aktiengesetz

vom 21. Juli 2021

Inhaltsverzeichnis

Anlagenverzeichnis	4
Definitionsverzeichnis	5
1. Einleitung.....	6
2. Beschreibung der VTG, des VTG-Konzerns und der Hauptaktionärin	7
2.1 Kurzbeschreibung der VTG und des VTG-Konzerns.....	7
2.1.1 Unternehmensgeschichte der VTG	7
2.1.2 Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der VTG	8
2.1.3 Grundkapital, Aktien und Aktionärsstruktur der VTG	9
2.1.4 Organe und Vertretung der VTG	11
2.1.5 Struktur, wesentliche Beteiligungen, Geschäftstätigkeit und Mitarbeiter von VTG und vom VTG-Konzern	12
2.1.6 Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation	13
2.2 Kurzbeschreibung der Hauptaktionärin	15
2.2.1 Rechtliche Grundlagen der Hauptaktionärin.....	15
2.2.2 Gesellschafterstruktur	15
2.2.3 Geschäftstätigkeit von Morgan Stanley Infrastructure Partners	16
2.2.4 Geschäftstätigkeit von OMERS	16
3. Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an der VTG durch die Hauptaktionärin.....	17
3.1 Erwerb einer 29,0%igen Beteiligung.....	17
3.2 Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre von VTG.....	17
3.3 Weiterer Erwerb über die Börse	17
3.4 Delisting-Erwerbsangebot an die Aktionäre von VTG.....	17
3.5 Parallel- und Nacherwerbe.....	18
3.6 Kapitalerhöhung 2019.....	18
3.7 Übertragung der Aktien der Joachim Herz Stiftung an die Hauptaktionärin.....	18
3.8 Gegenwärtige Beteiligungshöhe	19
4. Wesentliche Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre	19
4.1 Erhöhte Flexibilität	19
4.2 Einsparung von Kosten.....	20
4.3 Erhöhte Transaktionssicherheit.....	20
5. Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre	20
5.1 Überblick über die gesellschaftsrechtlichen Regelungen	21
5.2 Kapitalbeteiligung der Hauptaktionärin in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals der VTG	22

5.3	Verlangen der Hauptaktionärin gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG	22
5.4	Festlegung der angemessenen Barabfindung.....	23
5.5	Übertragungsbericht der Hauptaktionärin.....	23
5.6	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	24
5.7	Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts	24
5.8	Zugänglichmachung von Unterlagen zur Vorbereitung der Hauptversammlung	25
5.9	Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der VTG.....	26
5.10	Eintragung in das Handelsregister	26
6.	Auswirkungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre.....	27
6.1	Übergang des Eigentums an den VTG-Aktien auf die Hauptaktionärin.....	27
6.2	Anspruch der Minderheitsaktionäre auf angemessene Barabfindung.....	28
6.3	Banktechnische Abwicklung und Zahlung der Barabfindung	28
6.4	Beendigung der Notierung im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg	29
6.5	Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre in Deutschland	29
6.5.1	Allgemeines	29
6.5.2	Ermittlung des Veräußerungsgewinns oder -verlusts	30
6.5.3	Steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts.....	30
7.	Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung	34
7.1	Vorbemerkung	34
7.2	Ermittlung und Festlegung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG.....	34
7.2.1	Unternehmensbewertung	35
7.2.2	Börsenkurs und Referenzzeitraum	35
7.2.3	Keine Berücksichtigung der Angebotspreise oder sonstiger vormals gewährter Gegenleistungen.....	37
7.2.4	Zusammenfassung.....	37
8.	Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung	38

Anlagenverzeichnis

- | | |
|----------|---|
| Anlage 1 | Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services über 32.724.249 der von der Warwick Holding GmbH zum 20. Juli 2021 gehaltenen Aktien an der VTG Aktiengesellschaft |
| Anlage 2 | Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft über 280.764 der von der Warwick Holding GmbH zum 20. Juli 2021 gehaltenen Aktien an der VTG Aktiengesellschaft |
| Anlage 3 | Schreiben der Warwick Holding GmbH an die VTG Aktiengesellschaft vom 8. Juni 2021 (Übertragungsverlangen der Warwick Holding GmbH nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG) |
| Anlage 4 | Schreiben der Warwick Holding GmbH an die VTG Aktiengesellschaft vom 21. Juli 2021 (konkretisiertes Übertragungsverlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG) |
| Anlage 5 | Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE vom 20. Juli 2021 zum Unternehmenswert der VTG Aktiengesellschaft zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG zum Bewertungsstichtag 22. September 2021 |
| Anlage 6 | Gewährleistungserklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland gemäß § 327b Abs. 3 AktG vom 21. Juli 2021 |

Definitionsverzeichnis

Abfindungsbekanntmachung	28	Morgan Stanley-Gruppe	16
Abgeltungsteuer	31	MSI, Inc	16
AktG.....	6	MSIP	16
BaFin.....	36	Negativerklärung	26
Barabfindung.....	7	Nicht-Wesentliche Beteiligung.....	31
BNP.....	7	OMERS	15
Clearstream	9	sachverständige Prüfer.....	7
EBITDA.....	13	Squeeze-Out.....	6
Freigabebeschluss	26	Teileinkünfteverfahren	31
Gutachtliche Stellungnahme	7	Übertragungsbericht	6
Hauptaktionärin.....	6	Value Trust	7
Hauptversammlung	7	VTG	6
IDW S 1	23	VTG-Aktien.....	6
Inländische Zahlstelle	32	VTG-Konzern	6
KWG.....	15	VTG-Satzung.....	9
Minderheitsaktionäre	6	Wesentliche Beteiligung.....	30
Mitunternehmerschaft.....	32	WpÜG-AngebotsVO	36
Morgan Stanley	16		

Zur Unterrichtung der Hauptversammlung der VTG Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 98591 (die „**VTG**“ und zusammen mit ihren Tochter- und Beteiligungsunternehmen der „**VTG-Konzern**“) über den geplanten Ausschluss der übrigen Aktionäre der VTG neben der Warwick Holding GmbH (die „**Minderheitsaktionäre**“) erstattet die Warwick Holding GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 106298 (die „**Hauptaktionärin**“) gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 Aktiengesetz („**AktG**“) den nachfolgenden Bericht (der „**Übertragungsbericht**“). Der Übertragungsbericht erläutert und begründet die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin und die Angemessenheit der Barabfindung, auf welche die Minderheitsaktionäre einen Anspruch haben.

1. Einleitung

Das Grundkapital der VTG beträgt EUR 34.233.591,00 und ist in 34.233.591 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Stückaktie eingeteilt (die „**VTG-Aktien**“).

Die Hauptaktionärin hält gegenwärtig 33.005.013 VTG-Aktien. Gemäß §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2 AktG hält die Hauptaktionärin demnach VTG-Aktien in Höhe von rund 96,41 % des Grundkapitals der VTG (siehe Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services vom 20. Juli 2021 über 32.724.249 VTG-Aktien (beigefügt als Anlage 1) sowie die Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft vom 21. Juli 2021 über 280.764 VTG-Aktien (beigefügt als Anlage 2)). Damit gehören der Hauptaktionärin mehr als 95 % des Grundkapitals der VTG, sodass sie deren Hauptaktionärin im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ist. Die Hauptaktionärin hat ihre Eigenschaft als Hauptaktionärin der VTG durch Aktienerwerbe im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots, eines Delisting-Erwerbsangebots, durch börsliche und außerbörsliche Erwerbe außerhalb des Übernahmeangebots und des Delisting-Erwerbsangebots sowie durch den Vollzug eines Wertpapierdarlehens erlangt. Die Einzelheiten zur Erlangung der Hauptaktionärseigenschaft sind unter 3. dargestellt.

Mit Schreiben vom 8. Juni 2021 (siehe Anlage 3) hat die Hauptaktionärin der VTG auf Grundlage des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG das förmliche Verlangen übermittelt, die Hauptversammlung der VTG möge über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (der „**Squeeze-Out**“). Die VTG wurde darum gebeten, alle für die Beschlussfassung nach §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen.

Die angemessene Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 je VTG-Aktie, die den Minderheitsaktionären zu zahlen ist (die „**Barabfindung**“), wurde auf der Grundlage einer von ValueTrust Financial Advisors SE („**ValueTrust**“) erstellten gutachtlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der VTG zum Bewertungsstichtag 22. September 2021 (die „**Gutachtliche Stellungnahme**“) festgelegt, die dem Übertragungsbericht als Anlage 5 beigelegt ist. Nach Festlegung der Höhe der Barabfindung hat die Hauptaktionärin ihr Verlangen gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG mit Schreiben vom 21. Juli 2021 unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung gegenüber der VTG konkretisiert. Das Schreiben vom 21. Juli 2021 ist dem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 4 beigelegt.

Zudem hat die Hauptaktionärin der VTG eine Gewährleistungserklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland (die „**BNP**“) übermittelt. Durch diese Erklärung hat die BNP gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernommen, nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses den Minderheitsaktionären unverzüglich die festgelegte Barabfindung zu zahlen. Diese Gewährleistungserklärung ist dem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 6 beigelegt.

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde durch einen sachverständigen, gerichtlich bestellten Prüfer im Sinne von § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG geprüft. Das Landgericht Hamburg hat auf Antrag der Hauptaktionärin vom 21. April 2021 durch Beschluss vom 30. April 2021 (Aktenzeichen: 403 HKO 33/21) die BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hanauer Landstraße 115, 60314 Frankfurt am Main (der „**sachverständige Prüfer**“) als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und bestellt. Der sachverständige Prüfer hat einen gesonderten Prüfungsbericht über die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG erstattet, der von der Einberufung der Hauptversammlung an über die Internetseite VTG zugänglich gemacht werden wird. Des Weiteren sind sie auch während der virtuellen Hauptversammlung zur Einsicht zugänglich.

Eine außerordentliche Hauptversammlung der VTG soll am 22. September 2021 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung beschließen (die „**Hauptversammlung**“).

2. Beschreibung der VTG, des VTG-Konzerns und der Hauptaktionärin

2.1 Kurzbeschreibung der VTG und des VTG-Konzerns

2.1.1 Unternehmensgeschichte der VTG

Die VTG geht in ihrer heutigen Form auf die im Jahr 1951 gegründete VTG Vereinigte Tanklager und Transportmittel GmbH zurück, die 1961 im Rahmen des Verkaufs an die Preussag (heute TUI-Gruppe) privatisiert wurde. Dabei reichen die Wurzeln der VTG mit ihren Tochterunternehmen sogar bis ins 19. Jahrhundert zurück.

Während der 45-jährigen Konzernzugehörigkeit zur Preussag beziehungsweise TUI-Gruppe konzentrierte sich die VTG auf den Geschäftsbereich Waggonvermietung, war aber auch in der Binnenschifffahrt und im Tanklagergeschäft tätig. Mittels verschiedener, gezielter Akquisitionen und Desinvestitionen expandierte VTG im Anschluss an den Verkauf von VTG durch TUI an die Compagnie Européenne de Wagons S.à.r.l. in verschiedene geografische Regionen der Welt und richtete die Geschäftstätigkeit auf die drei Geschäftsbereiche Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tankcontainerlogistik aus.

Nach der Etablierung als erfolgreiches Waggonvermietungs- und Schienenlogistikunternehmen in Europa wurden die VTG-Aktien am 28. Juni 2007 im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Im Jahr 2008 stieg die VTG-Aktie in den Auswahlindex SDAX auf. Durch weitere Akquisitionen – insbesondere im Ausland – wuchs die Wagenflotte der VTG bis zum Jahr 2018 auf über 90.000 Waggons.

Im Dezember 2016 erwarb die Hauptaktionärin 29,0 % der Anteile am damaligen Grundkapital der VTG (siehe hierzu im Einzelnen 3.1.). Im Jahr 2018 erwarb die Hauptaktionärin eine weitere Beteiligung von rund 41,62 % des damaligen Grundkapitals der VTG im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot und konnte somit ihre Beteiligung am Grundkapital auf insgesamt rund 70,63 % ausbauen (siehe hierzu im Einzelnen 3.2). Infolge eines Delisting-Erwerbsangebots im Jahr 2019 erwarb die Hauptaktionärin eine weitere Beteiligung von rund 9,49 % des Grundkapitals der VTG (siehe hierzu im Einzelnen 3.3).

Zugleich endete in Folge des Delisting-Übernahmeangebots die Börsennotierung der VTG im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse. Im engen zeitlichen Zusammenhang mit dem Delisting haben die Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Hannover, München sowie Stuttgart die Einbeziehung der VTG-Aktien in den Freiverkehr beendet. Eine Beendigung der Einbeziehung der VTG-Aktien in den Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg erfolgte nicht.

Die Hauptaktionärin und die Joachim Herz Stiftung haben sich über die Durchführung eines Squeeze-Out verständigt. Für die Umsetzung des Squeeze-Out hat die Joachim Herz Stiftung als Darlehensgeberin das Eigentum an ihren sämtlichen VTG-Aktien darlehensweise auf die Hauptaktionärin übertragen, welche infolge dieser Übertragung Eigentümerin von insgesamt 33.005.013 VTG-Aktien geworden ist (dies entspricht einem Anteil von rund 96,41 % am Grundkapital der VTG). Unmittelbar nach Wirksamwerden des Squeeze-Out mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister soll das Wertpapierdarlehen enden und die darlehensweise übertragenen Aktien an die Darlehensgeberin zurückübertragen werden.

2.1.2 Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der VTG

Die VTG ist eine deutsche Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 98591 und Konzernobergesellschaft des VTG-Konzerns. Der Geschäftssitz der VTG liegt im Nagelsweg 34, 20097 Hamburg. Die VTG ist auf unbestimmte Zeit errichtet. Sie ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft und unterliegt den Bestimmungen des deutschen Aktienrechts. Das Geschäftsjahr der VTG ist das Kalenderjahr.

Gemäß § 2 der Satzung von VTG („**VTG-Satzung**“) ist der Unternehmensgegenstand der VTG die Leitung einer Gruppe von Unternehmen, die im Bereich der Vermietung von Transportmitteln, insbesondere von Eisenbahngüterwagen 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.

VTG kann nach ihrer Satzung 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 S. 2 KWG 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. VTG ist außerdem zur Errichtung von Zweigniederlassungen oder Geschäftsstellen im In- und Ausland berechtigt.

2.1.3 Grundkapital, Aktien und Aktionärsstruktur der VTG

Gemäß § 4 der VTG-Satzung beträgt das Grundkapital von VTG EUR 34.233.591,00, eingeteilt in auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00. Gemäß § 17 Abs. 1 der VTG-Satzung gewährt jede Stückaktie eine Stimme in der Hauptversammlung. Nach Kenntnis der Hauptaktionärin hält VTG derzeit keine eigenen Aktien. Die insgesamt 34.233.591 VTG-Aktien sind in Globalurkunden verbrieft, die bei der Clearstream Banking Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main („**Clearstream**“) hinterlegt sind.

Der Vorstand von VTG ist ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital von VTG bis zum 11. Juni 2024 um insgesamt bis zu EUR 14.378.109,00 durch einmalige oder mehrmalige Ausgabe von insgesamt bis zu 14.378.109 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von je EUR 1,00 gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen (siehe § 4 Abs. 5 der VTG-Satzung).

Nach der Ermächtigung ist den VTG-Aktionären grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen. Das Bezugsrecht kann auch mittelbar gewährt werden, indem die neuen Aktien von einem oder mehreren durch den Vorstand bestimmten Kreditinstituten oder nach § 53 Abs. 1 S. 1 oder § 53b Abs. 1 S. 1 oder Abs. 7 KWG tätigen Unternehmen mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand von VTG ist jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre in den folgenden Fällen auszuschließen: (i) bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlage zur Gewährung von Aktien zum Zweck des Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen, Beteiligungen an Unternehmen oder sonstigen Vermögensgegenständen einschließlich Rechten und Forderungen oder im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen; (ii) soweit dies erforderlich ist, um Inhabern der von VTG

oder ihren Tochterunternehmen ausgegebenen Optionsscheine und Wandelschuldverschreibungen ein Bezugsrecht auf neue Aktien in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung des Options- bzw. Wandelrechts bzw. nach Erfüllung von Wandlungs- oder Optionspflichten zustehen würde; (iii) um etwaige Spitzenbeträge von dem Bezugsrecht auszunehmen.

Der Vorstand von VTG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Kapitalerhöhung und ihrer Durchführung einschließlich des Inhalts der Aktienrechte und der Bedingungen der Aktienaussgabe festzulegen. VTG hat von dieser Ermächtigung bisher keinen Gebrauch gemacht.

Zudem ist das Grundkapital von VTG um bis zu EUR 14.378.109,00 durch Ausgabe von bis zu 14.378.109 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht (siehe § 4 Abs. 4 der VTG-Satzung).

Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie die Inhaber bzw. Gläubiger von Options- oder Wandlungsrechten bzw. die zur Wandlung/Optionsausübung Verpflichteten aus Options- oder Wandelanleihen, die von VTG oder einem nachgeordneten Konzernunternehmen von VTG aufgrund der Ermächtigung des Vorstands durch Hauptversammlungsbeschluss vom 12. Juni 2019 bis zum 11. Juni 2024 ausgegeben bzw. garantiert werden, von ihren Options- bzw. Wandlungsrechten Gebrauch machen oder, soweit sie zur Wandlung/Optionsausübung verpflichtet sind, ihre Verpflichtung zur Wandlung/Optionsausübung erfüllen bzw. soweit VTG ein Wahlrecht ausübt, ganz oder teilweise anstelle der Zahlung des fälligen Geldbetrags Aktien der Gesellschaft zu gewähren, soweit jeweils nicht ein Barausgleich gewährt oder eigene Aktien oder Aktien einer anderen Gesellschaft zur Bedienung eingesetzt werden.

Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe des vorstehend bezeichneten Ermächtigungsbeschlusses jeweils zu bestimmenden Options- bzw. Wandlungspreis. Die neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahres an, in dem sie entstehen, am Gewinn teil; soweit rechtlich zulässig, kann der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats die Gewinnbeteiligung neuer Aktien hiervon und auch abweichend von § 60 Abs. 2 AktG, auch für ein bereits abgelaufenes Geschäftsjahr festlegen.

Der Vorstand von VTG ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen. VTG hat von diesen Ermächtigungen bisher keinen Gebrauch gemacht.

Der Handel der VTG-Aktien (ISIN: DE000VTG9999) im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse wurde in Folge des Delisting-Erwerbsangebots (siehe hierzu im Einzelnen 3.3) mit Ablauf des 8. April 2019 eingestellt. In Deutschland sind die VTG-Aktien aktuell nur noch unter der ISIN DE000VTG9999 an der Wertpapierbörse Hamburg im sog. einfachen Freiverkehr handelbar. Die Einbeziehung der VTG-Aktien in den Handel im Freiverkehr der Börse Hamburg erfolgte weder auf Veranlassung noch mit Zustimmung von VTG.

Das ausgegebene oder genehmigte Kapital von VTG kann durch Beschluss der Hauptversammlung gemäß der entsprechenden Bedingungen zu Satzungsänderungen einmal oder mehrmals erhöht oder herabgesetzt werden.

Die Hauptaktionärin hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts 33.005.013 VTG-Aktien bzw. rund 96,41 % des Grundkapitals der VTG i.S.v. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG. Der Streubesitz beläuft sich folglich auf 1.228.578 VTG-Aktien. Dies entspricht einem Anteil von rund 3,59 %.

2.1.4 Organe und Vertretung der VTG

Die Organe der VTG sind der Vorstand, der Aufsichtsrat und die Hauptversammlung. Gemäß § 6 Abs. 1 der VTG-Satzung besteht der Vorstand der VTG aus mindestens zwei Mitgliedern. Die genaue Anzahl der Vorstandsmitglieder wird vom Aufsichtsrat festgelegt.

Der Vorstand der VTG besteht derzeit aus den folgenden drei Mitgliedern:

- (a) Oksana Janssen (COO Eurasia & Far East);
- (b) Mark Damian Stevenson (CFO); sowie
- (c) Sven Wellbrock (COO Europe & CSO).

Die VTG wird gemäß § 7 Abs. 1 der VTG-Satzung durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten. Der Aufsichtsrat der VTG kann bestimmen, dass einzelne oder alle Vorstandsmitglieder und zur gesetzlichen Vertretung gemeinsam mit einem Vorstandsmitglied berechnigte Prokuristen vom Verbot der Mehrfachvertretung gemäß § 181 Alt. 2 BGB befreit sind.

Der Aufsichtsrat der VTG besteht gemäß § 8 Abs. 1 der VTG-Satzung aus neun Mitgliedern, die von der Hauptversammlung der VTG gewählt werden. Die Bestellung des Aufsichtsrats erfolgt, soweit die Hauptversammlung der VTG für alle oder einzelne Aufsichtsratsmitglieder keine kürzere Amtszeit beschließt, für die Zeit bis zur Beendigung der Hauptversammlung, die über die Entlastung für das vierte Geschäftsjahr nach Beginn der Amtszeit beschließt. Hierbei wird das Geschäftsjahr, in dem die Wahl erfolgt, nicht mitgerechnet.

Derzeit besteht der Aufsichtsrat der VTG aus den folgenden Personen:

- (a) Dr. Jost A. Massenberg (Aufsichtsratsvorsitzender);
- (b) Marc van't Noordende (stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender);
- (c) Robbie Barr;
- (d) Jens Fiege;
- (e) Dr. Markus C. Hottenrott;

- (f) Eric Philippe Machiels;
- (g) Ulrich Müller;
- (h) Christoph Oppenauer; sowie
- (i) Prof. Dr. Franca Ruhwedel.

2.1.5 Struktur, wesentliche Beteiligungen, Geschäftstätigkeit und Mitarbeiter von VTG und vom VTG-Konzern

VTG ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg und Konzernobergesellschaft des VTG-Konzerns. Neben der VTG Aktiengesellschaft gehörten zum 31. Dezember 2020 83 Gesellschaften zum VTG-Konzern, davon 73 vollkonsolidierte Gesellschaften. Von diesen vollkonsolidierten Gesellschaften befanden sich 22 im Inland und 51 im Ausland.

Der VTG-Konzern ist nach eigenen Angaben ein international agierendes Asset- und Logistikunternehmen mit dem Schwerpunkt Schiene. Über Tochter- und Beteiligungsunternehmen ist der VTG-Konzern vorrangig in Europa, Nordamerika, Russland und Asien präsent. Neben der Vermietung von Eisenbahngüterwagen und Tankcontainern bietet der Konzern multimodale Logistikdienstleistungen und integrierte Digitallösungen an. Der Waggonpark umfasst rund 94.000 Eisenbahngüterwagen, darunter schwerpunktmäßig Kesselwagen, Intermodalwagen, Standardgüterwagen sowie Schiebewandwagen. Neben der Vermietung von Eisenbahngüterwagen bietet der VTG-Konzern umfassende multimodale Logistikdienstleistungen mit dem Schwerpunkt Schiene sowie weltweite Tankcontainertransporte an. Hierfür verfügt der VTG-Konzern über eine Flotte von rund 9.000 Tankcontainern.

Der VTG-Konzern gliedert sich anhand einer regionalen Zuordnung in sieben Geschäftsfelder, die wiederum drei der insgesamt vier Vorstandsressorts der VTG zugeteilt sind.

- Europe: Im Vorstandsressort Europe ist mit der europäischen Waggonvermietung des Geschäftsfelds Rail Europe das Kerngeschäft der VTG angesiedelt. Die VTG-Flotte besteht aus einer Vielfalt an Waggontypen für nahezu alle Einsatzmöglichkeiten des Schienengüterverkehrs und kann daher auf sehr unterschiedliche Kundenbedürfnisse eingehen. Darüber hinaus sind ein Waggonbauwerk und vier Reparaturwerke in Europa Teil der VTG. Neben der europäischen Waggonvermietung gehören auch der Geschäftsbereich Schienenlogistik zum Vorstandsressort Europe. Dieser Bereich beinhaltet die bahnspeditionellen Dienstleistungen des VTG-Konzerns. In diesem Geschäftsbereich ist der VTG-Konzern als Anbieter von schienenbezogenen Logistiklösungen tätig. Das Geschäftsfeld Rail Logistics Europe organisiert als Spediteur Gütertransporte mit Fokus auf den Verkehrsträger Schiene. Die VTG verfügt zudem über ein eigenes Eisenbahnverkehrsunternehmen namens Retrack und arbeitet in einem weitverzweigten Netzwerk mit nationalen und internationalen Traktionspartnern zusammen. Das Vorstandsressort Europe erzielte für das zum 31. Dezember 2020 endenden Geschäftsjahr

einen Bereichsumsatz von EUR 938 Mio., das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen („**EBITDA**“) belief sich auf EUR 424 Mio.

- Eurasia & Far East: Im Vorstandsressort Eurasia & Far East bündelt die VTG mit dem Geschäftsfeld Tanktainer ihre Vermiet- 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 umgepumpt werden muss. Außerdem ist die Flexitank-Logistik bei Tanktainer angesiedelt. In dem Geschäftsfeld Rail Russia wird die auf das Breitspurnetz in Russland und weiterer GU-Staaten fokussierte Waggonvermietung verantwortet. Zur Entwicklung des eurasischen Marktes gehört das Geschäftsfeld Silk Road & Project Logistics, welches die Transporte auf der Seidenstraße als Verbindung von Europa und China umfasst sowie mit der Projektlogistik auf die Komplettabwicklung von Industrieprojekten und multimodalen Spezialtransporten im europäisch-eurasischen Raum spezialisiert ist. Das Vorstandsressort Eurasia & Far East erzielte für das zum 31. Dezember 2020 endenden Geschäftsjahr einen Bereichsumsatz von EUR 214 Mio. und ein EBITDA von EUR 22 Mio.
- Die Geschäftsfelder UK & North America, die in ihrer Geschäftstätigkeit auf die Waggonvermietung in Nordamerika beziehungsweise Großbritannien ausgerichtet sind, sind im Vorstandsressort CFO angesiedelt. Diese beiden Geschäftsfelder erzielten für das zum 31. Dezember 2020 endenden Geschäftsjahr zusammen einen Umsatz von EUR 68 Mio. und ein EBITDA von EUR 39 Mio.

Zum 31. Dezember 2020 beschäftigte der VTG-Konzern weltweit rund 2.120 Mitarbeiter, davon rund 1.300 Mitarbeiter in Deutschland

2.1.6 Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation

Die nachfolgenden Tabellen geben einen Überblick über die wichtigsten Eckdaten des VTG-Konzerns für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020.

Für den VTG-Konzern stellt die VTG Konzernabschlüsse nach IFRS auf. Die folgenden Finanzkennzahlen basieren auf den jeweils geprüften Konzernabschlüssen der VTG für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020.

Konzernbilanz

	Für das Geschäftsjahr endend zum 31. Dezember		
	2020	2019	2018
	(in EUR Millionen)		
AKTIVA			
Langfristige			
Vermögenswerte	4.217,6	4.283,9	3.538,9
Geschäfts- oder Firmenwerte			
.....	488,5	486,7	487,3
Sachanlagen	3.437,8	3.502,7	2.819,3

	Für das Geschäftsjahr endend zum 31. Dezember		
	2020	2019	2018
Latente Ertragssteueransprüche	100,3	98,6	38,7
Sonstige langfristige Vermögenswerte	191,0	195,9	193,6
Kurzfristige Vermögenswerte	426,2	407,1	366,9
Finanzmittel	129,4	57,4	84,1
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	296,8	349,7	282,8
	4.643,8	4.691,0	3.905,8
PASSIVA			
Eigenkapital	655,2	908,3	1.055,6
Gezeichnetes Kapital	34,2	34,2	28,8
Kapitalrücklage	604,9	604,9	323,7
Gewinnrücklage	235,6	268,9	209,1
Wertänderungsrücklage	-219,8	-154,7	-42,2
Anteil der Aktionäre am Eigenkapital	654,9	753,3	519,4
Anteil der Hybridkapitalgeber am Eigenkapital	0,0	155,0	536,2
Anteil der nicht beherrschenden Gesellschafter am Eigenkapital	0,3	0,0	0,0
Langfristige Schulden	3.424,7	2.546,9	2.484,8
Finanzschulden	2.842,1	2.012,3	2.141,7
Sonstige langfristige Schulden	582,6	534,6	343,1
Kurzfristige Schulden	563,9	1.235,8	365,4
Finanzschulden	250,6	940,8	65,6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	156,9	170,3	153,9
Sonstige kurzfristigen Schulden	156,4	124,7	145,9
	4.643,8	4.691,0	3.905,8

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

	Für das Geschäftsjahr endend zum 31. Dezember		
	2020	2019	2018
		(in TEUR)	
Umsatzerlöse	1.218,3	1.220,7	1.072,6
EBITDA	492,0	512,4	349,3
Wertminderungen und Abschreibungen	-321,9	-281,5	-199,9
EBIT	170,1	230,9	149,4
Finanzierungserträge	1,6	4,0	3,5
Finanzierungsaufwendungen	-132,1	-88,3	-88,0
EBT	39,6	146,6	64,9
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-17,7	-34,4	-19,4
Konzernergebnis	21,9	112,2	45,5

2.2 Kurzbeschreibung der Hauptaktionärin

2.2.1 Rechtliche Grundlagen der Hauptaktionärin

Die Hauptaktionärin ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht Deutschlands, die mit Eintragung im Handelsregister am 7. September 2016 als Mainsee 1033. V V GmbH in Deutschland gegründet wurde und seit dem 30. November 2016 (Eintragung im Handelsregister) unter Warwick Holding GmbH firmiert. Sie unterliegt deutschem Recht, hat ihren Sitz am Thurn- und Taxis-Platz 6, 60313 Frankfurt am Main, Deutschland, und ist eingetragen in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 106298. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Übertragungsberichts beträgt das Stammkapital der Hauptaktionärin EUR 52.817,00. Das Geschäftsjahr der Hauptaktionärin ist das Kalenderjahr.

Gemäß der Satzung der Hauptaktionärin besteht ihr Unternehmenszweck im Halten und in der Verwaltung von Beteiligungen an anderen Gesellschaften im In- und Ausland gleich welcher Rechtsform. Nach dem Gesetz über das Kreditwesen („KWG“) erlaubnispflichtige Geschäfte werden nicht betrieben. Die Hauptaktionärin darf nach ihrer Satzung (i) alle Geschäfte und Handlungen vornehmen, die dem Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar zu dienen bestimmt sind und (ii) im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten, andere Gesellschaften oder Gesellschaften mit gleichartigem oder ähnlichem Gegenstand gründen, erwerben, sich an ihnen beteiligen und/oder ihre Geschäfte führen. Die Hauptaktionärin soll gemäß ihrer Satzung insbesondere gegenüber Unternehmen, an denen sie unmittelbar oder mittelbar beteiligt ist oder die vom gleichen Gesellschafter beherrscht werden, gegen Entgelt Managementdienstleistungen erbringen und ist darüber hinaus berechtigt, administrative, finanzielle und kaufmännische Dienstleistungen entgeltlich gegenüber diesen Unternehmen zu erbringen, wobei die Leistungserbringung mit eigenem oder fremdem Personal erfolgen kann.

Die Hauptaktionärin verfügt über keine Angestellten und hat drei Geschäftsführer: Petrus Hermanus van Kleef, Christian Krumb und Christoph Oppenauer. Jeder der Geschäftsführer kann die Gesellschaft zusammen mit einem anderen Geschäftsführer oder gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.

2.2.2 Gesellschafterstruktur

An der Hauptaktionärin ist Morgan Stanley Infrastructure Partners durch ihre mittelbare Tochtergesellschaft, die Deodoro Holding B.V., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Besloten Vennootschap) niederländischen Rechts mit Sitz in Amsterdam, Niederlande mit 67,7055 % am Stammkapital beteiligt. Weiterhin hält die OMERS Administration Corporation, die den kanadische Pensionsfonds Ontario Municipal Employees Retirement System („OMERS“), einen leistungsorientierten Pensionsplan für kommunale Angestellte in der Provinz Ontario, Kanada, verwaltet, indirekt durch ihre mittelbare Tochtergesellschaft OMERS Freight Parent B.V., die ebenfalls eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Besloten Vennootschap) niederländischen Rechts mit Sitz in Amsterdam, Niederlande ist, 32,2945 % am Stammkapital der Hauptaktionärin.

2.2.3 Geschäftstätigkeit von Morgan Stanley Infrastructure Partners

Die Hauptaktionärin ist somit ein mittelbares Tochterunternehmen von Fonds, die von Morgan Stanley Infrastructure, Inc., Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten („**MSI, Inc**“) beraten werden, die ein mittelbares Tochterunternehmen von Morgan Stanley, Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten („**Morgan Stanley**“ und, gemeinsam mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochterunternehmen, die „**Morgan Stanley-Gruppe**“) ist, und Teil der globalen privaten Infrastruktur-Investitionsplattform Morgan Stanley Infrastructure Partners („**MSIP**“).

Die Morgan Stanley-Gruppe ist ein führender Finanzdienstleister, der eine breite Palette von Investment Banking-, Wertpapier-, Vermögensverwaltungs- und Investitionsmanagementdienstleistungen erbringt. Das Geschäft von Morgan Stanley ist unterteilt in drei Geschäftsbereiche: Institutionelle Wertpapiere (Institutional Securities), Vermögensverwaltung (Wealth Management) und Anlageverwaltung (Investment Management). Morgan Stanley Investment Management bietet institutionellen Investoren und Finanzberatern weltweit ein breites Spektrum an Anlage- und Risikomanagement-Lösungen für private und öffentliche Märkte an. Das Geschäft von Morgan Stanley Investment Management für private Märkte unterteilt sich in die Bereiche Private Equity, Private Credit, Real Estate und Infrastructure. MSIP verfolgt einen etablierten, disziplinierten Prozess, um in vielfältigen Infrastrukturanlagen, überwiegend in OECD-Mitgliedstaaten, zu investieren. Standorte von MSIP befinden sich in New York, London, Amsterdam, Melbourne, Hong Kong, Mumbai, Frankfurt, Toronto, San Francisco und Houston. Im Februar 2019 belief sich das gesamte von MSIP verwaltete Vermögen (assets under management) auf ca. USD 5 Mrd.

2.2.4 Geschäftstätigkeit von OMERS

OMERS wurde 1962 gegründet und ist einer der größten leistungsorientierten Pensionspläne Kanadas mit einem Nettovermögen von 105 Mrd. C\$ zum 31. Dezember 2020. Die OMERS-Pensionspläne für kommunale Mitarbeiter in der Provinz Ontario, Kanada, werden von der OMERS Administration Corporation verwaltet. OMERS Administration Corporation hält eine indirekte Beteiligung an der Hauptaktionärin.

OMERS Infrastructure verwaltet im Auftrag von OMERS weltweit Investitionen in Infrastruktur. Die Investitionen zielen auf stetige Renditen ab, um den Begünstigten unter den OMERS Pensionsplänen nachhaltige, angemessene und bedeutsame Rentenzahlungen zu ermöglichen. Das diversifizierte Portfolio besteht aus großen Infrastrukturanlagen, die sich durch Stabilität und starke Cashflows auszeichnen, unter anderem in den Bereichen Energie, digitale Dienstleistungen, Transport und staatlich regulierte Dienstleistungen. OMERS hat Mitarbeiter in Toronto und anderen großen Städten in Nordamerika, Großbritannien, Kontinentaleuropa, Asien und Australien.

Ebenfalls ist an der Hauptaktionärin mittelbar die OMERS Administration Corporation beteiligt. Die OMERS Administration Corporation, Toronto, Kanada, ist eine

Beteiligungsgesellschaft des kanadischen Pensionsfonds OMERS, der 1962 gegründet wurde, um die Altersversorgungsleistungen aller Mitarbeiter der lokalen Regierung in der kanadischen Provinz Ontario zu verwalten. OMERS ist einer der größten leistungsorientierten Pensionsfonds Kanadas mit einem Nettovermögen von C\$ 105 Mrd.

Im Auftrag von OMERS verwaltet die OMERS Administration Corporation gemeinsam mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochterunternehmen im Auftrag von OMERS weltweit Investitionen in Infrastruktur. Das diversifizierte Portfolio besteht aus großen Infrastrukturanlagen, die sich durch Stabilität und starke Cashflows auszeichnen, unter anderem in den Bereichen Energie, digitale Dienstleistungen, Transport und staatlich regulierte Dienstleistungen. OMERS hat Mitarbeiter in Toronto und anderen großen Städten in Nordamerika, Großbritannien, Kontinentaleuropa, Asien und Australien.

3. Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an der VTG durch die Hauptaktionärin

3.1 Erwerb einer 29,0%igen Beteiligung

Im Oktober 2016 schloss die Hauptaktionärin mit der damaligen Großaktionärin der VTG, der Ahaus-Alstätter Eisenbahn, einen Kaufvertrag über 8.340.723 VTG-Aktien ab, was einem Anteil von rund 29,00 % des damaligen Grundkapitals der VTG entsprach. Nach Freigabe der Kartellbehörde wurde der Kaufvertrag am 21. Dezember 2016 vollzogen.

3.2 Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre von VTG

Die Hauptaktionärin veröffentlichte am 16. Juli 2018 ihre Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots an alle Aktionäre der VTG. Am 24. August 2018 veröffentlichte die Hauptaktionärin ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb ihrer auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 zu einem Preis von je EUR 53,00.

Die Annahmefrist des Angebots endete am 16. November 2018, 24:00 Uhr (MEZ). Die weitere Annahmefrist des Angebots endete am 5. Dezember 2018, 24:00 Uhr (MEZ). Bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist wurde das Angebot für insgesamt 11.969.214 VTG-Aktien angenommen. Dies entsprach einem Anteil von ca. 41,62 % des damaligen Grundkapitals der VTG. Gemeinsam mit dem im Jahr 2016 erworbenen Anteil von ca. 29,00 % des damaligen Grundkapitals der VTG, hielt die Hauptaktionärin nach Vollzug des Übernahmeangebots insgesamt 20.309.937 VTG-Aktien, was einem Anteil von rund 70,63 % des damaligen Grundkapitals der VTG entsprach.

3.3 Weiterer Erwerb über die Börse

Zwischen dem 27. Dezember 2018 und dem 22. Dezember 2019 hat die Hauptaktionärin weitere 155.890 VTG-Aktien über die Börse erworben. Dieses entsprach einem Anteil von insgesamt ca. 0,53 % des damaligen Grundkapitals der VTG.

3.4 Delisting-Erwerbsangebot an die Aktionäre von VTG

Am 24. Februar 2019 veröffentlichte die Hauptaktionärin ihre Entscheidung zur Abgabe eines Delisting-Erwerbsangebots. Die Hauptaktionärin veröffentlichte am 11. März 2019 die Angebotsunterlage zum Delisting-Erwerbsangebot, welches – wie das Übernahmeangebot – auf den Erwerb sämtlicher auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 gegen Zahlung einer Gegenleistung von EUR 53,00 je VTG-Aktie gerichtet war. Die Annahmefrist lief vom 11. März 2019 bis einschließlich zum 8. April 2019.

Bis zum Ablauf der Annahmefrist ist das Delisting-Erwerbsangebot für insgesamt 2.728.839 VTG-Aktien angenommen worden. Dies entsprach einem Anteil von rund 9,49 % des damaligen Grundkapitals der VTG. Nach Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots hielt die Hauptaktionärin insgesamt 23.194.912 VTG-Aktien, was einem Anteil von rund 80,66 % des damaligen Grundkapitals der VTG entsprach.

3.5 Parallel- und Nacherwerbe

Die Hauptaktionärin hat außerhalb des Angebots und des Delisting-Erwerbsangebots insgesamt weitere 162.087 VTG-Aktien gegen Barzahlung von EUR 52,90 je VTG-Aktie erworben. Dies entspricht einem Anteil von insgesamt ca. 0,47 % des damaligen Grundkapitals der VTG.

3.6 Kapitalerhöhung 2019

Im Mai 2019 hat die VTG eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen erfolgreich abgeschlossen. Dabei wurde 5.477.372 neue VTG-Aktien zu einem Bezugspreis von jeweils EUR 52,90 ausgegeben. Die Hauptaktionärin hat dabei ihr Bezugsrecht vollständig ausgeübt und zusätzlich nicht bezogene VTG-Aktien erworben. Insgesamt konnte die Hauptaktionärin im Rahmen der Kapitalerhöhung weitere 4.512.964 VTG-Aktien erwerben, was einem zusätzlichen Anteil von rund 0,19 % des – mit Vollzug der Kapitalerhöhung erhöhten – Grundkapitals der VTG entspricht.

3.7 Übertragung der Aktien der Joachim Herz Stiftung an die Hauptaktionärin

Die Hauptaktionärin hat mit der Joachim Herz Stiftung eine Gesellschaftervereinbarung abgeschlossen. Die Gesellschaftervereinbarung sieht bestimmte Mitentscheidungs- und Informationsrechte der Parteien, auch hinsichtlich der Besetzung des Aufsichtsrats vor. Ferner räumt sie der Hauptaktionärin das Recht ein, einen Wertpapierleihvertrag mit der Joachim Herz Stiftung abzuschließen. Dieser Wertpapierleihvertrag begründet den Anspruch der Hauptaktionärin, zusätzlich zu der von ihr bereits gehaltenen Beteiligung weitere 15,00 % der Aktien der Gesellschaft von der Joachim Herz Stiftung zu erwerben.

Dieser Vertragsschluss und die Absicht, zeitnah einen Squeeze-Out der Minderheitsaktionäre der VTG durchzuführen, wurde am 12. April 2021 durch die Hauptaktionärin mittels einer Pressemitteilung bekannt gemacht und dem Vorstand der VTG am 14. April 2021 schriftlich mitgeteilt.

Zur Umsetzung des Squeeze-Out hat die Joachim Herz Stiftung als Darlehensgeberin, am 3. Juni 2021 das Eigentum an ihren sämtlichen VTG-Aktien, insgesamt 5.135.050 Stück, im Rahmen des am 2. Juni 2021 abgeschlossenen Wertpapierdarlehensvertrags auf die Hauptaktionärin als Darlehensnehmerin übertragen.

Mit Wirksamwerden der Übertragung der oben genannten VTG-Aktien gehören der Hauptaktionärin als Eigentümerin seit dem 3. Juni 2021 insgesamt 33.005.013 VTG-Aktien (siehe Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services vom 20. Juli 2021 über 32.724.249 VTG-Aktien (beigefügt als Anlage 1) sowie die Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft vom 21. Juli 2021 über 280.764 VTG-Aktien (beigefügt als Anlage 2)), was einem Anteil von rund 96,41 % am Grundkapital der VTG entspricht.

Unmittelbar nach dem Wirksamwerden des Squeeze-Out soll das Eigentum an sämtlichen übertragenen VTG-Aktien wieder an die vorstehend genannte Darlehensgeberin zurückübertragen werden, sodass die Darlehensgeberin nach der Rückübertragung wieder in gleicher Höhe an der VTG beteiligt sein wird wie unmittelbar vor dem Abschluss des Wertpapierdarlehens.

3.8 Gegenwärtige Beteiligungshöhe

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Übertragungsberichts hält die Hauptaktionärin unmittelbar 33.005.013 VTG-Aktien (siehe Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services vom 20. Juli 2021 über 32.724.249 VTG-Aktien (beigefügt als Anlage 1) sowie die Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft vom 21. Juli 2021 über 280.764 VTG-Aktien (beigefügt als Anlage 2)), was einem Anteil von ca. 96,41 % des Grundkapitals der VTG entspricht.

4. Wesentliche Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre

Gemäß §§ 327a ff. AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen des Hauptaktionärs beschließen, die Aktien der übrigen Aktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu übertragen. Die Hauptaktionärin möchte von dieser Möglichkeit Gebrauch machen. Eine sachliche Rechtfertigung für die Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin verlangt das Gesetz nicht. Dennoch ist es der Hauptaktionärin ein Anliegen, den Minderheitsaktionären im Folgenden die wesentlichen Gründe des geplanten Vorhabens zu erläutern:

4.1 Erhöhte Flexibilität

Nach Wirksamwerden der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin besteht eine größere Flexibilität, Beschlüsse der Hauptversammlung der VTG herbeizuführen. Insbesondere können Beschlüsse der Hauptversammlung ohne Vorbereitung und Durchführung einer Publikumshauptversammlung gefasst und dementsprechend ohne Beachtung einer Reihe aktienrechtlicher Form-, Frist- und Informationsvorschriften abgehalten

werden. Insbesondere die langen Vorlaufzeiten und umfangreichen Informationspflichten gegenüber den Minderheitsaktionären entfallen. VTG wird durch diese Reduzierung des formalen Aufwands in die Lage versetzt, Maßnahmen, die eine Beschlussfassung der Hauptversammlung erfordern, flexibler zu planen sowie einfacher und schneller umzusetzen. Dies ist insbesondere in dem internationalen, dynamischen Marktumfeld von VTG von erhöhter Bedeutung.

4.2 Einsparung von Kosten

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre führt auch zur Einsparung laufender Kosten bei VTG. So werden etwa die Kosten für die Einberufung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung sowie die Kosten von etwaigen sich hieran anschließenden Rechtsstreitigkeiten nahezu vollständig entfallen. Neben den Kosten für die Veröffentlichung der Einladung im Bundesanzeiger, die Versendung von Unterlagen an Aktionäre und die Veranstaltung der Hauptversammlung als solcher, betrifft dies insbesondere auch interne und externe Kosten für die rechtliche Vorbereitung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung, sei es im Zusammenhang mit der Vorbereitung von Berichten an die Hauptversammlung oder mit der Aufbereitung der Informationen für Aktionärsfragen.

4.3 Erhöhte Transaktionssicherheit

Generell können nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre Strukturmaßnahmen, die eine Einbeziehung der Hauptversammlung erfordern, zum Beispiel Kapitalerhöhungen, Unternehmensverträge, Formwechsel, Verschmelzungen oder Ausgliederungen, flexibler und günstiger durchgeführt werden. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf eine Umwandlung der VTG von der Rechtsform der Aktiengesellschaft in die Rechtsform der GmbH, die von den Gesellschaftern der Hauptaktionärin angestrebt wird. Zudem kann ohne das Erfordernis einer langfristigen Planung und aufwendiger Vorbereitung der Hauptversammlung auf Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen schneller und unkomplizierter reagiert werden und es können Geschäftschancen effizienter wahrgenommen und Veränderungen innerhalb des Konzernverbundes erleichtert und beschleunigt werden.

Gleichzeitig schafft der Ausschluss der Minderheitsaktionäre eine erhöhte Transaktionssicherheit. Das Risiko, dass Beschlüsse der Hauptversammlung, insbesondere zu Struktur- und Kapitalmaßnahmen, die zu ihrer Wirksamkeit der Eintragung ins Handelsregister bedürfen, durch unbegründete Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären verzögert werden, entfällt. Gerichtsverfahren einschließlich verfahrensbeendender Vergleiche mit Minderheitsaktionären können personelle und finanzielle Ressourcen bei einer Aktiengesellschaft in signifikantem Umfang binden. Durch die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin werden aufwendige gerichtliche Auseinandersetzungen vermieden.

5. Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre

Die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin im Wege eines Squeeze-Out nach den §§ 327a ff. AktG werden im Folgenden zunächst allgemein sowie anschließend konkret für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin erörtert.

5.1 Überblick über die gesellschaftsrechtlichen Regelungen

Gemäß § 327a Abs. 1 Satz 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 übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Der Hauptaktionär muss gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG das Verlangen an die Gesellschaft richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt.

Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Dieser berichtet schriftlich über das Ergebnis seiner Prüfung. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung angemessen ist (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 293e Abs. 1 AktG).

Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär der Gesellschaft gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Erklärung eines in der Bundesrepublik Deutschland zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen.

Gemäß § 327c Abs. 3 AktG sind von der Einberufung der Hauptversammlung an in den Geschäftsräumen der Gesellschaft der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und die Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG durch den Hauptaktionär erstattete Übertragungsbericht sowie der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG erstattete Bericht des vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers auszulegen. Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen (§ 327c Abs. 4 AktG). Die Verpflichtungen, die zuvor genannten Unterlagen auszulegen und dem Aktionär auf Verlangen Abschriften zuzusenden, entfallen, wenn die Unterlagen für denselben Zeitraum über die

Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind (§ 327c Abs. 5 AktG). Die zuvor genannten Unterlagen sind zudem in der Hauptversammlung zugänglich zu machen (§ 327d Satz 1 AktG).

Die Hauptversammlung der Gesellschaft hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu beschließen. Für diesen Übertragungsbeschluss ist die einfache Stimmenmehrheit erforderlich und ausreichend (§ 133 Abs. 1 AktG).

Nachdem die Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär beschlossen hat, ist der Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das zuständige Handelsregister der Gesellschaft anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen alle Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf den Hauptaktionär über (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG). Im Gegenzug erhalten die Minderheitsaktionäre den Anspruch auf Zahlung der festgesetzten Barabfindung.

5.2 Kapitalbeteiligung der Hauptaktionärin in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals der VTG

Das Grundkapital der VTG beträgt EUR 34.233.591,00 und ist in 34.233.591 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Die Hauptaktionärin hält gegenwärtig 33.005.013 VTG-Aktien. Gemäß §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2 AktG hält die Hauptaktionärin demnach Aktien in Höhe von rund 96,41 % des Grundkapitals der VTG (siehe Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services vom 20. Juli 2021 über 32.724.249 VTG-Aktien (beigefügt als Anlage 1) sowie die Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft vom 21. Juli 2021 über 280.764 VTG-Aktien (beigefügt als Anlage 2)). Damit gehören der Hauptaktionärin mehr als 95 % des Grundkapitals der VTG, sodass sie deren Hauptaktionärin im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ist.

5.3 Verlangen der Hauptaktionärin gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG

Mit Schreiben vom 8. Juni 2021 (als Anlage 3 beigefügt) hat die Hauptaktionärin der VTG auf Grundlage des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG das förmliche Verlangen übermittelt, die Hauptversammlung der VTG möge über die Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Die VTG wurde darum gebeten, alle für die Beschlussfassung nach §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen.

Nachdem die Höhe der Barabfindung festgelegt wurde, hat die Hauptaktionärin ihr Verlangen vom 8. Juni 2021 mit Schreiben vom 21. Juli 2021 unter Angabe der von ihr festgelegten Höhe der Barabfindung konkretisiert und wiederholt (Anlage 4). Sie hat verlangt, dass die Hauptversammlung, die am 22. September 2021 stattfinden soll, über die Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung von EUR 88,11 je VTG-Aktie auf die Hauptaktionärin beschließt.

5.4 Festlegung der angemessenen Barabfindung

Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG muss die Hauptaktionärin die Höhe der angemessenen Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der übertragenden Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien ihrer Hauptversammlung festlegen.

Die Hauptaktionärin hat die angemessene Barabfindung auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung der VTG mit sachverständiger Unterstützung durch ValueTrust als externem Gutachter festgelegt. Die Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust enthält auftragsgemäß u.a. eine Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts gemäß dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i. d. F. 2008, Stand: 4. Juli 2016 („**IDW S 1**“)) unter der Annahme der Unternehmensfortführung. Im Sinne des IDW S 1 gibt ValueTrust seine Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Neben den Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 hat ValueTrust ebenso die in der Rechtsprechung zur Ermittlung der angemessenen Abfindung und des Ausgleichs bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze zur Unternehmensbewertung sowie die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. berücksichtigt.

Auf der Grundlage dieser Unternehmensbewertung hat die Hauptaktionärin die Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG auf

EUR 88,11 je VTG-Aktie

festgelegt. Die Angemessenheit der Barabfindung wird nachstehend unter Ziffer 7 sowie ausführlich in dem als Anlage 5 beigefügten Bewertungsgutachten von ValueTrust näher erläutert und begründet.

5.5 Übertragungsbericht der Hauptaktionärin

Die Hauptaktionärin muss der Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Übertragungsbericht erstatten, in welchem die Hauptaktionärin die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre darlegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

Mit dem vorliegenden Übertragungsbericht erstattet die Hauptaktionärin der Hauptversammlung der VTG den gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vorzulegenden Übertragungsbericht über die beabsichtigte Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung. In diesem Übertragungsbericht werden insbesondere die Voraussetzungen für die Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung erläutert und begründet. Der Übertragungsbericht

wird den Aktionären der VTG im Vorfeld und während der Hauptversammlung zugänglich sein (siehe Ziffer 5.8).

5.6 Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Angemessenheit der Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG durch einen auf Antrag der Hauptaktionärin gerichtlich ausgewählten und bestellten Prüfer zu prüfen.

Auf Antrag der Hauptaktionärin vom 21. April 2021 hat das zuständige Landgericht Hamburg durch Beschluss vom 30. April 2021 (Aktenzeichen: 403 HKO 33/21) die BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung im Zusammenhang mit dem Squeeze-Out bestellt. Der sachverständige Prüfer erstattet über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, § 293e AktG einen gesonderten Prüfungsbericht. Auch dieser Prüfungsbericht wird den Aktionären der VTG im Vorfeld und während der Hauptversammlung zugänglich sein (siehe Ziffer 5.8).

5.7 Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts

Die Hauptaktionärin muss dem Vorstand der übertragenden Gesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen.

Mit Erklärung vom 21. Juli 2021 hat die BNP als in der Bundesrepublik Deutschland zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut die Gewährleistung im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernommen, den Minderheitsaktionären nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die VTG-Aktien zu zahlen.

Diese Gewährleistung wurde in Form einer Bankgarantie erteilt. Aus dieser Gewährleistung haben die Minderheitsaktionäre einen unmittelbaren Anspruch gegen die BNP für den Fall, dass die Hauptaktionärin nicht unverzüglich nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses die Barabfindung bezahlt.

Im Einklang mit den von der Rechtsprechung bestätigten gesetzlichen Vorgaben beschränkt sich die Gewährleistungserklärung auf die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung. Hieraus folgt, dass für den Fall, dass ein Gericht im Rahmen eines Spruchverfahrens die Angemessenheit der Barabfindung nachträglich höher festlegen sollte, der Differenzbetrag nicht von der Gewährleistungserklärung umfasst ist.

Die Erklärung der BNP hat die Hauptaktionärin gemäß ihrer gesetzlichen Pflicht nach § 327b Abs. 3 AktG der VTG mit Schreiben vom 21. Juli 2021 vor Einberufung der Hauptversammlung übermittelt. Die Gewährleistungserklärung der BNP ist dem Übertragungsbericht als Anlage 6 in Kopie beigelegt.

5.8 Zugänglichmachung von Unterlagen zur Vorbereitung der Hauptversammlung

Ab der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Squeeze-Out beschließen soll, werden die folgenden Unterlagen gemäß § 327c Abs. 3 und Abs. 5 AktG über die Internetseite von VTG unter https://www.vtg.de/ueber-vtg/verantwortung/stakeholderdialog/hauptversammlung_vtg.de zugänglich sein:

- (a) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses;
- (b) die Jahresabschlüsse und Lageberichte der VTG, die Konzernabschlüsse und die Konzern-Lageberichte für die VTG und den VTG-Konzern, jeweils für die zum 31. Dezember 2018, 2019 und 2020 endenden Geschäftsjahre;
- (c) Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 30. April 2021 (Aktenzeichen: 403 HKO 33/21) über die Bestellung des sachverständigen Prüfers, BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hanauer Landstraße 115, 60314 Frankfurt am Main;
- (d) der Übertragungsbericht einschließlich seiner Anlagen:
 - die Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services vom 20. Juli 2021 sowie die Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft vom 21. Juli 2021 über die Anzahl der von der Hauptaktionärin zum 20. Juli 2021 gehaltenen Aktien an der VTG;
 - das Übertragungsverlangen der Hauptaktionärin vom 8. Juni 2021;
 - das konkretisierte Übertragungsverlangen der Hauptaktionärin vom 21. Juli 2021;
 - die Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust zum Unternehmenswert der VTG vom 20. Juli 2021 zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG zum Bewertungsstichtag 22. September 2021; sowie
 - die Gewährleistungserklärung der BNP gemäß § 327b Abs. 3 AktG vom 21. Juli 2021;
- (e) der Prüfungsbericht des vom Landgericht Hamburg bestellten sachverständigen Prüfers BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft über die Angemessenheit der Barabfindung.

Darüber hinaus werden die vorstehend unter den Buchstaben (a) bis (e) genannten Unterlagen auch während der virtuellen Hauptversammlung am 22. September 2021 unter https://www.vtg.de/ueber-vtg/verantwortung/stakeholderdialog/hauptversammlung_vtg.de abrufbar und zur Einsicht zugänglich sein.

5.9 Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der VTG

Die Hauptversammlung soll am 22. September 2021 über den Squeeze-Out beschließen.

Der von der Hauptaktionärin an die VTG übermittelte Entwurf des Übertragungsbeschlusses lautet wie folgt:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der VTG Aktiengesellschaft (Minderheitsaktionäre) mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital der VTG Aktiengesellschaft von EUR 1,00 je Aktie werden gemäß §§ 327a ff. Aktiengesetz gegen Gewährung einer von der Warwick Holding GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Registernummer HRB 106298 (Hauptaktionärin), zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 je auf den Inhaber lautenden Stückaktie der VTG Aktiengesellschaft auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Wesentlicher Inhalt des Übertragungsbeschlusses ist danach die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 je VTG-Aktie.

Der Übertragungsbeschluss gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG bedarf gemäß § 133 Abs. 1 AktG der einfachen Stimmenmehrheit. Die Hauptaktionärin ist bei der Beschlussfassung stimmberechtigt. Ein Stimmrechtsausschluss besteht nicht.

5.10 Eintragung in das Handelsregister

Nach der Fassung des Übertragungsbeschlusses muss der Vorstand der VTG gemäß § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister am Sitz der VTG anmelden.

Bei der Anmeldung hat der Vorstand gemäß § 327e Abs. 2 AktG i. V. m. § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgerecht erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist (die „**Negativerklärung**“). Ohne die Negativerklärung darf der Übertragungsbeschluss gemäß § 327e Abs. 2 AktG i. V. m. § 319 Abs. 5 Satz 2 AktG grundsätzlich nicht eingetragen werden.

Trotz fehlender Negativerklärung kann der Übertragungsbeschluss dennoch eingetragen werden, wenn das nach § 327e Abs. 2 AktG i. V. m. § 319 Abs. 6 Satz 7 AktG zuständige Oberlandesgericht (hier: das Hanseatische Oberlandesgericht Hamburg) im Falle der Erhebung einer Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses gemäß § 327e Abs. 2 AktG i. V. m. § 319 Abs. 6 Satz 1 AktG auf Antrag der VTG durch Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht (der „**Freigabebeschluss**“). Ein Freigabebeschluss ergeht gemäß § 327e Abs. 2 AktG i. V. m. § 319 Abs. 6 Satz 3 AktG, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der

Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag von mindestens EUR 1.000,00 hält oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Hauptversammlungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor. Der Freigabebeschluss ist gemäß § 327e Abs. 2 AktG i. V. m. § 319 Abs. 6 Satz 9 AktG unanfechtbar.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister wird der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wirksam (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG).

6. Auswirkungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre

6.1 Übergang des Eigentums an den VTG-Aktien auf die Hauptaktionärin

Das Eigentum an den VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre geht gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG mit Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses auf die Hauptaktionärin über. Der Übertragungsbeschluss wird wirksam, sobald er in das Handelsregister am Sitz der VTG eingetragen ist. Zu diesem Zeitpunkt verlieren die Minderheitsaktionäre ihre Rechtsstellung als Aktionäre und damit alle ihnen bisher als Aktionäre der VTG zustehenden Mitgliedschaftsrechte kraft Gesetzes. Gesonderte Verfügungsgeschäfte über die VTG-Aktien sind hierzu weder notwendig noch möglich. Die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug für die Übertragung ihrer VTG-Aktien nach §§ 327a ff. AktG den Anspruch auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung durch die Hauptaktionärin. Der Anspruch der Minderheitsaktionäre auf die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung entsteht mit dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses (d. h. wenn und sobald der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister am Sitz der VTG eingetragen ist).

Mit dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses erwirbt die Hauptaktionärin die Rechtsstellung als Aktionärin und damit alle Mitgliedschaftsrechte aus den VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre, die zwingend mit der Rechtsstellung als Aktionär verbunden sind. Dies betrifft insbesondere die Vermögensrechte und die im Zusammenhang mit der Hauptversammlung bestehenden Verwaltungsrechte (Teilnahme-, Stimm-, Rede- und Fragerecht).

Nach dem Übergang des Eigentums an den VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin verkörpern die bei der Clearstream hinterlegten Globalurkunden, soweit sie im Miteigentum der Minderheitsaktionäre stehen, nicht mehr das bisherige Mitgliedschaftsrecht. Stattdessen verkörpern sie nunmehr (und ausschließlich) den Anspruch der bisherigen Minderheitsaktionäre gegen die Hauptaktionärin auf Zahlung der angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 je Stückaktie, vgl. § 327e Abs. 3 Satz 2 AktG.

6.2 Anspruch der Minderheitsaktionäre auf angemessene Barabfindung

Wenn und sobald der Übertragungsbeschluss wirksam geworden ist, entsteht für die Inhaber der übergegangenen VTG-Aktien der Anspruch auf Zahlung der festgelegten Barabfindung in Höhe von

EUR 88,11 je VTG-Aktie

gegen die Hauptaktionärin und umgekehrt für die Hauptaktionärin die Verpflichtung zur Zahlung der festgelegten Barabfindung.

Das Amtsgericht Hamburg als zuständiges Registergericht der VTG wird die Eintragung des Übertragungsbeschlusses gemäß § 10 des Handelsgesetzbuchs in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem (abrufbar im Internet unter www.handelsregisterbekanntmachungen.de) bekanntmachen.

Ab dem Zeitpunkt der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister am Sitz der VTG ist die Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG mit einem jährlichen Zinssatz in Höhe von fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Basiszinssatz gemäß § 247 des Bürgerlichen Gesetzbuchs zu verzinsen. Die Geltendmachung eines weiteren Schadens im Falle der nicht rechtzeitigen Zahlung ist gemäß § 327b Abs. 2 Halbsatz 2 AktG nicht ausgeschlossen.

Die Hauptaktionärin wird für die unverzügliche Auszahlung der Barabfindung Sorge tragen.

6.3 Banktechnische Abwicklung und Zahlung der Barabfindung

Die Hauptaktionärin hat die BNP Paribas Securities Services S.C.A. mit der Abwicklung und Zahlung der Barabfindung als zentrale Abwicklungsstelle beauftragt. Einzelheiten der Abwicklung und Auszahlung werden nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses durch gesonderte öffentliche Bekanntmachung, die im Bundesanzeiger unter www.bundesanzeiger.de erscheint (die „**Abfindungsbekanntmachung**“), mitgeteilt.

Alle VTG-Aktien sind ausschließlich in bei Clearstream hinterlegten Globalurkunden verbrieft. Von den Minderheitsaktionären ist daher nichts zu veranlassen, um die Barabfindung zu erhalten. Die Zahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre erfolgt unverzüglich nach dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses durch Überweisung auf das Konto des jeweiligen das Depot des Minderheitsaktionärs führenden Instituts bei Clearstream Zug-um-Zug gegen Ausbuchung der VTG-Aktien. Mit der Gutschrift der jeweiligen geschuldeten Barabfindung (ggf. nebst Zinsen) auf dem Konto des jeweils das Depot des Minderheitsaktionärs führenden Instituts bei Clearstream hat die Hauptaktionärin die Verpflichtung zur Zahlung der Barabfindung gegenüber dem jeweiligen Minderheitsaktionär erfüllt. Es obliegt jeweils dem depotführenden Institut, die geschuldete Barabfindung dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs gutzuschreiben. Die Minderheitsaktionäre werden hierüber von ihrem jeweiligen depotführenden Institut gesondert informiert.

Die Entgegennahme der Barabfindung ist für die Minderheitsaktionäre provisions- und spesenfrei.

6.4 Beendigung der Notierung im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg

Nach dem Delisting von der Frankfurter Wertpapierbörse werden VTG-Aktien derzeit noch im sog. einfachen Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg gehandelt. Die Hauptaktionärin erwartet, dass die Notierung der VTG-Aktien im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg spätestens im zeitlichen Zusammenhang mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister der VTG eingestellt wird; eine frühere Einstellung der Notierung ist aber nicht ausgeschlossen.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der VTG geht das Eigentum an den VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre von VTG kraft Gesetzes auf die Warwick Holding GmbH in ihrer Eigenschaft als Hauptaktionärin über. Ein etwaiger (börslicher oder außerbörslicher) Handel mit VTG-Aktien ab diesem Zeitpunkt wäre ein Handel mit der Inhaberschaft an den Barabfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre.

6.5 Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre in Deutschland

6.5.1 Allgemeines

Nachfolgend werden einige wesentliche steuerrechtliche Folgen, die der Squeeze-Out für in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre haben kann, überblicksartig beschrieben. Nicht dargestellt werden die Folgen für steuerlich im Ausland ansässige Minderheitsaktionäre. Sie hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Minderheitsaktionär ansässig ist, sowie von den Regeln eines etwa bestehenden Abkommens zur Vermeidung von Doppelbesteuerung ab.

Es handelt sich nicht um eine umfassende und abschließende Darstellung aller steuerrechtlichen Aspekte, die für die Minderheitsaktionäre im Zusammenhang mit dem Squeeze-Out relevant sein könnten. Einzig die Behandlung von Veräußerungsgewinnen und -verlusten für Zwecke der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer (jeweils einschließlich Solidaritätszuschlag), Gewerbesteuer und Kapitalertragsteuer werden in Grundzügen dargestellt, ohne auf alle Besonderheiten einzugehen. Es werden daher nicht sämtliche steuerliche Aspekte, die für die Minderheitsaktionäre relevant sein können, dargestellt.

Es wird auch keine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Inhalte der Darstellung übernommen. Die nachfolgende Darstellung ersetzt ebenso wenig eine individuelle steuerliche Beratung des einzelnen Minderheitsaktionärs. Minderheitsaktionäre sollten daher ihren Steuerberater zu den individuellen steuerlichen Auswirkungen des Squeeze-Out konsultieren. Nur dieser ist in der Lage, die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen zu bewerten.

Grundlage dieser Darstellung ist das im Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts geltende deutsche Steuerrecht und dessen Auslegung durch Gerichte und Verwaltungsanweisungen. Steuerrechtliche Vorschriften können sich jederzeit – gegebenenfalls auch rückwirkend – ändern. Es kann ferner nicht ausgeschlossen werden, dass die Finanzverwaltung oder Gerichte eine andere Beurteilung für zutreffend erachten als die, die unter dieser Ziffer beschrieben ist.

6.5.2 Ermittlung des Veräußerungsgewinns oder -verlusts

Für die Minderheitsaktionäre stellt die Übertragung der VTG-Aktien auf die Hauptaktionärin gegen Erwerb eines Anspruchs auf Barabfindung steuerlich eine Veräußerung ihrer VTG-Aktien dar.

Sie erzielen dabei einen Veräußerungsgewinn, soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger damit in Zusammenhang stehender Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten oder den steuerlichen Buchwert der Aktien beim Minderheitsaktionär übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die Anschaffungskosten oder den Buchwert der Aktien beim Minderheitsaktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

6.5.3 Steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts

Die steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts hängt davon ab, ob die Aktien vor der Veräußerung dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Minderheitsaktionärs zuzuordnen sind.

a) Aktien im Privatvermögen

Ist der Minderheitsaktionär eine natürliche Person und sind die Aktien dem Privatvermögen zuzuordnen, dann hängt die Besteuerung davon ab, ob er die Aktien vor dem 1. Januar 2009 oder nach dem 31. Dezember 2008 erworben hat.

aa) Vor dem 1. Januar 2009 erworbene Aktien

Bei vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Aktien ist der Gewinn aus der Veräußerung nur dann einkommensteuerpflichtig, wenn der Minderheitsaktionär zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung unmittelbar oder mittelbar zu mindestens 1 % am Grundkapital der VTG beteiligt war (die „**Wesentliche Beteiligung**“). Eine Wesentliche Beteiligung liegt auch dann vor, wenn der Minderheitsaktionär die Aktien innerhalb der Fünfjahresfrist unentgeltlich erworben hat und sein unmittelbarer Rechtsvorgänger oder, bei mehrfacher unentgeltlicher Übertragung, einer der Rechtsvorgänger innerhalb der letzten fünf Jahre eine Wesentliche Beteiligung innehatte. Gewinne aus der Veräußerung einer Wesentlichen Beteiligung sind nur zu 60 % steuerpflichtig; der zu 60 % steuerpflichtige Gewinn unterliegt der Besteuerung mit dem persönlichen progressiven Einkommensteuersatz des betreffenden Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf). Veräußerungsverluste und Aufwendungen, die im wirtschaftlichen Zusammenhang

mit der Barabfindung stehen, können umgekehrt grundsätzlich nur zu 60 % abgezogen werden („**Teileinkünfteverfahren**“).

Waren der betreffende Minderheitsaktionär und bei unentgeltlichem Erwerb sein oder seine Rechtsvorgänger zu keinem Zeitpunkt während der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung mit mindestens 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der VTG beteiligt („**Nicht-Wesentliche Beteiligung**“), bleibt ein etwaiger Veräußerungsgewinn bzw. -verlust bei vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Aktien steuerrechtlich unbeachtlich.

bb) Nach dem 31. Dezember 2008 erworbene Aktien

Der Gewinn aus der Veräußerung von Aktien, die nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden, unterliegt in jedem Fall der Einkommensteuer. Der Gewinn wird in Abhängigkeit davon, ob die Beteiligung des Minderheitsaktionärs eine Wesentliche Beteiligung darstellt oder nicht, unterschiedlich besteuert.

Bei Minderheitsaktionären, deren Beteiligung keine Wesentliche Beteiligung darstellt, unterliegt der Gewinn einem einheitlichen Steuersatz von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf) (die „**Abgeltungsteuer**“).

Der Minderheitsaktionär kann vom Veräußerungsgewinn und etwaigen sonstigen Kapitaleinkünften insgesamt einen Sparer-Pauschbetrag in Höhe von EUR 801,00 – oder bei zusammen veranlagten Ehegatten und eingetragenen Lebenspartnern EUR 1.602,00 – in Abzug bringen; ein Abzug tatsächlich angefallener Werbungskosten ist ausgeschlossen.

Veräußerungsverluste aus Aktien dürfen ausschließlich mit Veräußerungsgewinnen aus Aktien, nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen, etwa bezogenen Dividenden, und auch nicht mit Einkünften anderer Einkunftsarten verrechnet werden (Verlustverrechnungsbeschränkung). Für die Verlustverrechnung wird vorausgesetzt, dass eine entsprechende Verlustbescheinigung vorliegt. Der unwiderrufliche Antrag auf Erteilung einer Verlustbescheinigung muss bis zum 15. Dezember des laufenden Jahres der Inländische Zahlstelle (wie sogleich unter 6.5.3 a) cc) definiert) zugehen. Nicht ausgeglichene Veräußerungsverluste aus Aktien können allein in künftige Veranlagungszeiträume vorgetragen, nicht aber zurückgetragen werden. Eine Verrechnung von Veräußerungsgewinnen aus Aktien mit Verlusten aus privaten Veräußerungsgeschäften ist nicht möglich.

Der Gewinn aus der Veräußerung einer Wesentlichen Beteiligung unterliegt nicht der Abgeltungsteuer. Der Gewinn ist nur in Höhe von 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt dem persönlichen progressiven Einkommensteuertarif des betreffenden Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf). Grundsätzlich sind Verluste sowie Aufwendungen, die in wirtschaftlichem Zusammenhang mit der Veräußerung stehen, zu 60 % abziehbar. Der Sparer- Pauschbetrag wird nicht gewährt.

cc) Kapitalertragsteuer

Die inländische Zahlstelle, also das inländische Kreditinstitut, das inländische Finanzdienstleistungsinstitut, das inländische Wertpapierhandelsunternehmen oder die inländische Wertpapierhandelsbank (einschließlich inländischer Zweigstellen ausländischer Institute), das oder die die Aktien verwahrt oder verwaltet oder deren Veräußerung durchführt und die Kapitalerträge auszahlt oder gutschreibt („**Inländische Zahlstelle**“), behält von einem Gewinn aus der Veräußerung der Aktien Kapitalertragsteuer in Höhe von gegenwärtig 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag) ein. Zudem behält die Inländische Zahlstelle etwaige Kirchensteuer auf die Kapitalertragsteuer ein, sofern der Minderheitsaktionär dem Abruf von Daten zu seiner Religionszugehörigkeit nicht widersprochen hat (Sperrvermerk).

Im Falle einer Nicht-Wesentlichen Beteiligung hat der oben beschriebene Steuerabzug abgeltende Wirkung, d.h. die Einkommensteuerschuld des Minderheitsaktionärs ist in Bezug auf seinen Veräußerungsgewinn mit dem Steuerabzug abgegolten. Der Minderheitsaktionär muss den Gewinn nicht in seiner Einkommensteuererklärung angeben. Unterbleibt der Steuerabzug jedoch (z.B. in Ermangelung einer Inländischen Zahlstelle oder bei Widerspruch gegen den Abruf von Daten zur Religionszugehörigkeit), hat der Minderheitsaktionär den Veräußerungsgewinn in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Anstelle der Abgeltungsteuer kann der Minderheitsaktionär beantragen, dass seine Kapitaleinkünfte (einschließlich des Veräußerungsgewinns) der tariflichen Einkommensteuer unterworfen werden, wenn dies für ihn zu einer niedrigeren Belastung führt (sog. Günstigerprüfung). Auch in diesem Fall sind die tatsächlich angefallenen Werbungskosten nicht abziehbar.

Im Fall einer Wesentlichen Beteiligung hat der Steuerabzug keine abgeltende Wirkung. Der Minderheitsaktionär muss den Gewinn in seiner Einkommensteuererklärung angeben. Die abgezogene Steuer wird bei der Steuerveranlagung des Minderheitsaktionärs auf dessen Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

b) Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien im Betriebsvermögen richtet sich die steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts danach, ob der Minderheitsaktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft („**Mitunternehmerschaft**“) ist. Diese Unterscheidung hat auch Bedeutung für die Frage, ob der Veräußerungsgewinn dem Kapitalertragsteuerabzug unterliegt (siehe unten).

aa) Minderheitsaktionär ist eine Körperschaft

Der Gewinn aus der Veräußerung der Aktien ist grundsätzlich von der Körperschaftsteuer und dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. 5 % des Gewinns gelten pauschal als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben und unterliegen daher der Körperschaftsteuer mit einem Steuersatz in Höhe von 15 % zuzüglich Solidaritätszuschlag und, wenn die Aktien einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte zuzurechnen sind, der Gewerbesteuer. Veräußerungsverluste, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen steuerlich nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden.

bb) Minderheitsaktionär ist eine natürliche Person (Einzelunternehmer)

Sind die Aktien Betriebsvermögen einer natürlichen Person (Einzelunternehmer), unterliegt der Gewinn der Einkommensteuer. Es gilt das oben beschriebene Teileinkünfteverfahren. Der Veräußerungsgewinn ist zu 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt dem persönlichen progressiven Einkommensteuertarif des betreffenden Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf). Veräußerungsverluste und Aufwendungen, die mit dem Gewinn in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, können zu 60 % steuermindernd berücksichtigt werden.

Gehören die Aktien zum Vermögen einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs des Minderheitsaktionärs, unterliegt der Veräußerungsgewinn auch der Gewerbesteuer, allerdings auch hier nur zu 60 %. Die Gewerbesteuer wird nach einem pauschalierten Verfahren vollständig oder teilweise auf die Einkommensteuer des Aktionärs angerechnet.

cc) Minderheitsaktionär ist eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft)

Ist der Minderheitsaktionär eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft), wird die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer nicht auf Ebene der Personengesellschaft, sondern auf Ebene ihrer Gesellschafter erhoben. Die Besteuerung richtet sich danach, ob der jeweilige Gesellschafter eine Körperschaft oder natürliche Person ist. Ist der Gesellschafter eine Körperschaft, so wird der Veräußerungsgewinn nach den auf Körperschaften anwendbaren Grundsätzen besteuert (siehe oben). Ist der Gesellschafter eine natürliche Person, finden die für natürliche Personen (Einzelunternehmer) geltenden Grundsätze Anwendung (siehe oben).

Bei Zurechnung der Aktien zu einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs der Personengesellschaft unterliegt der Veräußerungsgewinn außerdem der Gewerbesteuer auf Ebene der Personengesellschaft. Soweit er im Gewinnanteil einer natürlichen Person als Gesellschafter der Personengesellschaft enthalten ist, ist er zu 60 % gewerbesteuerpflichtig; soweit er auf den Gewinnanteil einer Körperschaft entfällt, gelten für Zwecke der Gewerbesteuer 5 % des Gewinns pauschal als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben und unterliegen damit grundsätzlich einer Besteuerung.

Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, bleiben für Zwecke der Gewerbesteuer unberücksichtigt, wenn sie auf den Gewinnanteil einer Körperschaft entfallen, bzw. werden zu 60 % berücksichtigt, wenn sie auf den Gewinnanteil einer natürlichen Person entfallen.

Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die auf der Ebene der Personengesellschaft anfallende Gewerbesteuer grundsätzlich im Wege eines pauschalierten Anrechnungsverfahrens vollständig oder teilweise auf ihre persönliche Einkommensteuer angerechnet.

dd) Kapitalertragsteuer

Veräußerungsgewinne aus Aktien, die von unbeschränkt steuerpflichtigen Körperschaften gehalten werden, unterliegen keinem Kapitalertragsteuerabzug. Dasselbe gilt bei natürlichen Personen oder Personengesellschaften, wenn der Veräußerungsgewinn zu den Betriebseinnahmen eines inländischen Betriebs gehört und der Aktionär dies gegenüber der auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck erklärt und bestimmte weitere Voraussetzungen erfüllt werden. Anderenfalls hat die Inländische Zahlstelle bei Veräußerung von nach dem 31. Dezember 2008 erworbenen Aktien Kapitalertragsteuer in Höhe von 25,00 % (ggf. zzgl. Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer hierauf) einzubehalten. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer und der einbehaltene Solidaritätszuschlag haben bei Aktien im Betriebsvermögen keine abgeltende Wirkung; sie werden auf die Steuerschuld (einschließlich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer) angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

7. Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung

7.1 Vorbemerkung

Im Falle eines Squeeze-Out werden die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine angemessene Barabfindung auf die Hauptaktionärin übertragen. Die Hauptaktionärin legt gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Höhe der Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der VTG im Zeitpunkt der Fassung des Übertragungsbeschlusses ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Über die Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin soll die Hauptversammlung am 22. September 2021 beschließen.

7.2 Ermittlung und Festlegung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG

Die Hauptaktionärin hat zu ihrer Unterstützung bei der Festlegung der zu gewährenden Barabfindung ValueTrust als neutralen Gutachter beauftragt. ValueTrust hat seine Gutachtliche Stellungnahme am 20. Juli 2021 erstattet. Die Gutachtliche Stellungnahme ist diesem Übertragungsbeschluss in vollständiger Fassung als Anlage 5 beigelegt und bildet damit einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

Die wesentlichen Ergebnisse zur Bemessung der Barabfindung werden nachfolgend zusammengefasst. Zur näheren Erläuterung und Begründung der im Sinne von § 327a Abs. 1 AktG angemessenen Barabfindung wird auf die Gutachtliche Stellungnahme verwiesen. Die Hauptaktionärin macht sich die Ausführungen von ValueTrust zur Unternehmensbewertung der VTG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung in dem Bewertungsgutachten inhaltlich in vollem Umfang zu eigen.

Die Hauptaktionärin hat die angemessene Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG auf

EUR 88,11 je VTG-Aktie

festgelegt. Nach Auffassung der Hauptaktionärin ergibt sich die Angemessenheit der von ihr festgelegten Barabfindung aus den folgenden Gründen.

7.2.1 Unternehmensbewertung

ValueTrust hat den objektivierten Unternehmenswert der VTG u.a. nach IDW S 1 mithilfe des Ertragswertverfahrens unter der Annahme der Unternehmensfortführung und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75% ermittelt. Die Bewertung erfolgte zum Stichtag 22. September 2021, dem Tag der Hauptversammlung, in der über den Squeeze-Out Beschluss gefasst werden soll. Die zugrundeliegenden Bewertungsarbeiten hat ValueTrust in der Zeit vom 12. April 2021 bis zum 20. Juli 2021 durchgeführt.

Der Wert des Eigenkapitals der VTG in Form des objektivierten Unternehmenswerts zum 22. September 2021 beträgt unter der Annahme der Unternehmensfortführung und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75% rd. EUR 3.016 Mio. Bei 34.233.591 ausstehenden VTG-Aktien resultiert daraus ein Wert je VTG-Aktie von EUR 88,11.

ValueTrust hat den Wert des Eigenkapitals der VTG unter der Annahme der Unternehmensfortführung anhand vereinfachter Verfahren auf Basis von Multiplikatoren plausibilisiert. Der auf Basis der Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert der VTG liegt innerhalb der Bandbreite der Unternehmenswerte auf Basis der Multiplikatoren.

7.2.2 Börsenkurs und Referenzzeitraum

Nach der Rechtsprechung darf der Börsenkurs der Aktie bei der Festlegung der Höhe der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG nicht unberücksichtigt bleiben, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Die ursprünglich für den Abschluss von Unternehmensverträgen entwickelte Rechtsprechung ist auch auf die Barabfindung im Zusammenhang mit dem Ausschluss von Minderheitsaktionären gemäß §§ 327a ff. AktG anwendbar. Nach der Rechtsprechung des BGH, ist der Börsenkurs nicht zu einem bestimmten Stichtag, sondern der über einen Zeitraum von drei Monaten gebildete volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs maßgeblich (vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09 „Stollwerck“). Nach dem BGH ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines volumengewichteten

Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln.

Per Pressemitteilung vom 12. April 2021 hat die Hauptaktionärin über das elektronische Informationsverbreitungssystem DGAP öffentlich bekannt gemacht, dass sie die Durchführung eines Squeeze-Out beabsichtigt und sich das Recht gesichert hat, mit der Joachim Herz Stiftung einen Wertpapierdarlehensvertrag abzuschließen, durch dessen Vollzug sie einen Anteil in Höhe von rund 96,41 % des Grundkapitals der VTG halten und somit die Voraussetzung für einen Squeeze-Out erfüllen wird. Maßgeblicher Referenzzeitraum ist danach der Zeitraum vom 12. Januar 2021 bis einschließlich 11. April 2021. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („**BaFin**“) hat der Hauptaktionärin am 19. April 2021 mitgeteilt, dass auf der Grundlage von § 5 Abs. 1 und Abs. 3 WpÜG der WpÜG-Angebotsverordnung („**WpÜG-AngebotsVO**“) für den maßgeblichen Dreimonatszeitraum von der BaFin gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO kein gültiger Börsenkurs ermittelt werden konnte, da in die Berechnung der BaFin nur Geschäfte eingehen, die in den betreffenden Aktien im regulierten Markt einer Börse in Deutschland getätigt werden. Die VTG-Aktien werden mit Ablauf des 8. April 2019 an keinem regulierten Markt einer Börse in Deutschland gehandelt.

Die Hauptaktionärin hat daher in einem zweiten Schritt den Börsenkurs anhand der Bestimmungen des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO unter Berücksichtigung des Handels im Freiverkehr an der Wertpapierbörse Hamburg durch ValueTrust ermitteln lassen. Der von ValueTrust im Auftrag der Hauptaktionärin auf der Grundlage von Daten der Datenbank S&P Capital IQ unter Berücksichtigung des Handels im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg ermittelte gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs für den maßgeblichen Dreimonatszeitraum zum 12. April 2021, also bis einschließlich 11. April 2021, liegt bei EUR 44,93.

In der Rechtsprechung ist nicht abschließend entschieden, ob und inwieweit bei der Feststellung der Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Bemessung der Barabfindung ein Handel im Freiverkehr zu berücksichtigen ist (Freiverkehrskurs befürwortend: OLG Düsseldorf, 11. Mai 2015, 26 W 2/13, Tz. 29; Freiverkehrskurs befürwortend, wenn für die Minderheitsaktionäre tatsächlich eine Desinvestitionsmöglichkeit bestand, d.h. wenn die Aktien im Freiverkehr liquide gehandelt worden sind: OLG Hamburg vom 7. September 2020, 13 W 122/20. Es ist einzelfallabhängig eine Prüfung vorzunehmen, ob wesentliche wertrelevante Informationen in den Kurs am Freiverkehr eingepreist sind und ob ein liquider Börsenhandel stattgefunden hat: OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13). Die Hauptaktionärin geht zugunsten der Minderheitsaktionäre vorsorglich davon aus, dass auch der Handel der VTG-Aktie im Freiverkehr der Wertpapierbörse in Hamburg zu berücksichtigen ist. Sie hat sich daher entschieden, zugunsten der Minderheitsaktionäre den von ValueTrust ermittelten, vorgenannten Börsenkurs von EUR 44,93, als maßgeblich zugrunde zu legen.

Allerdings stellt der BGH in seiner Stollwerck-Entscheidung fest, dass die Minderheitsaktionäre davor geschützt werden müssten, dass der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des jeweiligen Hauptaktionärs fixiert, die

angekündigte Maßnahme dann aber nicht oder nur verzögert umgesetzt wird. Denn dadurch könnten die Minderheitsaktionäre von einer positiven Börsenkursentwicklung ausgeschlossen werden. Um dies zu verhindern, soll der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen (weiteren) Börsenkursentwicklung bis zur Hauptversammlung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochgerechnet werden, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein „längerer Zeitraum“ verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Dabei wird ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten einhellig nicht als ein längerer Zeitraum angesehen. Im vorliegenden Fall wurde dieser Zeitraum nicht überschritten: Die Strukturmaßnahme wurde am 12. April 2021 bekanntgegeben. Die Hauptversammlung findet am 22. September 2021, also weniger als sechs Monate später, statt. Ein Ausnahmefall, der eine Hochrechnung unter Umständen rechtfertigen könnte, liegt hier nicht vor. Eine Hochrechnung des Börsenkurses war daher nicht vorzunehmen.

7.2.3 Keine Berücksichtigung der Angebotspreise oder sonstiger vormals gewährter Gegenleistungen

Nach Auffassung der Hauptaktionärin sind Vorerwerbspreise ungeeignet, um die Höhe der Barabfindung zugunsten der Minderheitsaktionäre zu bestimmen, unabhängig davon, ob die Vorerwerbspreise im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot stehen oder nicht.

7.2.4 Zusammenfassung

Das Ergebnis des Bewertungsgutachtens zur Ermittlung des Ertragswerts der VTG sowie der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG fassen wir wie folgt zusammen:

- Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte objektivierte Unternehmenswert der VTG nach IDW S 1 unter der Annahme der Unternehmensfortführung und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75% zum 22. September 2021 beträgt rd. EUR 3.016 Mio.; der Wert je VTG-Aktie beträgt danach EUR 88,11.
- Im Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung der Absicht des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der VTG AG betrug der von der Hauptaktionärin ermittelte volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs der VTG-Aktien im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg EUR 44,93.
- Die angemessene Barabfindung für die Minderheitsaktionäre im Rahmen des Squeeze-Out wurde durch die Hauptaktionärin auf EUR 88,11 je VTG-Aktie festgesetzt. Sie entspricht dem durch die Bewertung ermittelten Wert und ist demnach angemessen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

8. Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG von dem sachverständigen Prüfer geprüft und bestätigt. Der sachverständige Prüfer erstattet über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung nach Maßgabe des § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 293e AktG gesondert einen schriftlichen Bericht.

Die ausscheidenden Minderheitsaktionäre können die Angemessenheit der Barabfindung gerichtlich gemäß § 327f Satz 2 AktG in einem Spruchverfahren nachprüfen lassen. Die Einzelheiten des Spruchverfahrens regelt das Spruchverfahrensgesetz. Der Antrag auf gerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren kann nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB als bekanntgemacht gilt. Der Antragsteller muss den Antrag innerhalb der vorgenannten Frist begründen, wobei er konkrete Einwendungen gegen den als Grundlage für die Barabfindung ermittelten Unternehmenswert vorbringen muss. Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Minderheitsaktionäre, die gemäß §§ 327a ff. AktG aus der VTG ausscheiden. Falls das Gericht im Spruchverfahren eine Erhöhung der Barabfindung festsetzen sollte, kommt diese Erhöhung allen Minderheitsaktionären zugute, selbst wenn sie keinen Antrag auf Durchführung eines Spruchverfahrens gestellt haben.

(Unterschriftenseite zum Übertragungsbericht der Warwick Holding GmbH)

Frankfurt am Main, den 21. Juli 2021

Warwick Holding GmbH



Christian Krumb

Geschäftsführer

Christoph Oppenauer

Geschäftsführer

(Unterschriftenseite zum Übertragungsbericht der Warwick Holding GmbH)

Frankfurt am Main, den 21. Juli 2021

Warwick Holding GmbH

Christian Krumb

Geschäftsführer



Christoph Oppenauer

Geschäftsführer

Anlage 1

**Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services über 32.724.249 der von der
Warwick Holding GmbH zum 20. Juli 2021 gehaltenen Aktien an der
VTG Aktiengesellschaft**



BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

BNP PARIBAS Securities Services • Postfach 10 03 63 • 60003 Frankfurt am Main

Warwick Holding GmbH
Thurn-und-Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt am Main

Zweigniederlassung Frankfurt

Address: Europa-Allee 12
60327 Frankfurt am Main
Telephone: +49 69 15205 0
Telefax: +49 69 15205 550
SWIFT: PARBDEFF

Contact
Axel Künkel

Phone: +49 (0)69
15205 556

Fax +49 (0)69
1520 550

email
axel-kuenkel@bnpparibas.com

Frankfurt/Main,
20.07.2021

Local Custody Nummer (LCN) 654830 der Warwick
Holding GmbH – Saldenbestätigung per 20. Juli
2021, 22 Uhr MESZ

Local Custody number (LCN) 654830 der Warwick
Holding GmbH – Balance confirmation as per 20
July 2021, 10pm CET

Sehr geehrte Damen und Herren,

Dear Sir/Madam,

zum Zeitpunkt dieser Bestätigung verwahren wir unter
der o.a. LCN für die Warwick Holding GmbH
folgenden Gesamtbestand:

As per the date of this confirmation the above LCN is
showing the following total holding for Warwick
Holding GmbH:

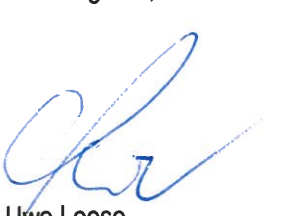
-32.724.249- Aktien VTG AG, ISIN DE000VTG9999

-32,724,249- shares VTG AG, ISIN DE000VTG9999

Mit freundlichen Grüßen,

Kind regards,


Dietmar Roessler
Mitglied der Geschäftsleitung


Uwe Loose
Chief Administrative Officer

Anlage 2

**Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft über
280.764 der von der Warwick Holding GmbH zum 20. Juli 2021 gehaltenen Aktien an
der VTG Aktiengesellschaft**



HAUCK & AUFHÄUSER

PRIVATBANK SEIT 1796

Warwick Holding GmbH
Thurn-und-Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt

Securities Operations – Proxy
Voting Services
Birgit Krämer
Tel. +49 69 2161-1396
Fax +49 69 2161-1616
E-Mail: Proxy-Voting-Services
@hauck-aufhaeuser.com

Frankfurt, 21.07.2021

**Depotbescheinigung / Certificate of depository
per /to be held on 20.07.2021**

Sehr geehrte Damen und Herren,
Dear Ladies and Gentlemen,

hiermit bestätigen wir, dass bei uns zum *We hereby confirm that, for the above-
oben genannten Zeitpunkt mentioned date*

Stück / Nominale

Shares / Nominal

-280.764-

Emittent - ISIN

Issuer – ISIN

VTG AG – DE000VTG9999

im Bestand verbucht sind für den folgenden *are accounted for following **beneficial**
Begünstigten owner*

Kunde / Client

Warwick Holding GmbH

Straße / Street

Thurn- und Taxis-Platz 6

PLZ Ort / Postal code City

60313 Frankfurt am Main

Land / Country

Deutschland / Germany

CONCAT/LEI:

529900Q7T2XELCH9WJ86

.../2



HAUCK & AUFHÄUSER

PRIVATBANK SEIT 1796

- 2 -

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Please do not hesitate to contact us if you have any questions.

Mit freundlichen Grüßen / Kind regards

H a u c k & A u f h ä u s e r
Privatbankiers
Aktiengesellschaft


Marquenie


Dombrowski

Anlage 3

**Schreiben der Warwick Holding GmbH an die VTG Aktiengesellschaft vom 8. Juni
2021 (Übertragungsverlangen der Warwick Holding GmbH nach § 327a Abs. 1 Satz 1
AktG)**

Warwick Holding GmbH
Thurn-und-Taxis-Platz 6, 60313 Frankfurt am Main

An
VTG Aktiengesellschaft
- Vorstand -
Nagelsweg 34
20097 Hamburg

Frankfurt am Main, den 8. Juni 2021

Einleitung des Verfahrens zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft gemäß der §§ 327a ff. AktG

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Warwick Holding GmbH (die „**Hauptaktionärin**“) hält gemäß den als **Anlagen** beigefügten Depotbestätigungen der BNP Paribas über 32.724.249 Stückaktien der VTG Aktiengesellschaft (die „**VTG**“) (beigefügt als **Anlage 1**) sowie der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft über 280.764 Stückaktien der VTG (beigefügt als **Anlage 2**) vom heutigen Tage 33.005.013 auf den Inhaber lautende Stückaktien der VTG . Das Grundkapital der VTG beträgt EUR 34.233.591,00 und ist eingeteilt in 34.233.591 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie (die „**VTG-Aktien**“). Gemäß der §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2 AktG hält die Hauptaktionärin demnach VTG-Aktien in Höhe von rund 96,41 % des Grundkapitals der VTG. Damit gehören der Hauptaktionärin mehr als 95 % des Grundkapitals der VTG, sodass sie deren Hauptaktionärin im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ist.

Auf der Grundlage von § 327a Abs. 1 Satz. 1 AktG richtet die Hauptaktionärin hiermit das Verlangen an die VTG, vertreten durch Sie als Vorstand, eine außerordentliche Hauptversammlung der VTG einzuberufen und folgenden Tagesordnungspunkt auf die Tagesordnung der außerordentlichen Hauptversammlung der VTG zu setzen:

„Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der VTG Aktiengesellschaft (Minderheitsaktionäre) auf die Warwick Holding GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, (Hauptaktionärin) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß der §§ 327a ff. AktG.“

Die Minderheitsaktionäre werden für die Übertragung ihrer Aktien eine angemessene Barabfindung erhalten. Die Höhe der Barabfindung je VTG-Aktie werden wir Ihnen, unter anderem gestützt auf eine noch vorzunehmende Unternehmensbewertung der VTG, in einem konkretisierenden Übertragungsverlangen

gesondert mitteilen. Ferner werden wir Ihnen mit dem konkretisierenden Übertragungsverlangen – den gesetzlichen Bestimmungen gemäß – die folgenden Unterlagen zukommen lassen:

- Übertragungsbericht der Hauptaktionärin gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG, der die Voraussetzungen für die Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre darlegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet;
- Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG;
- Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 30. April 2021 gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 3 bis 4, 293c Abs. 1 AktG bezüglich der Bestellung der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hanauer Landstraße 115, 60314 Frankfurt am Main zum sachverständigen Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit der von der Hauptaktionärin gewährten Barabfindung; sowie
- Prüfungsbericht des vom Landgericht Hamburg bestellten sachverständigen Prüfers BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft über die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, § 293e AktG.

Wir bitten Sie, alle für die Beschlussfassung nach §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und uns gemäß § 327b Abs. 1 Satz 2 AktG alle für die Festlegung der Barabfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen. Zudem bitten wir darum, dass Vorstand und Aufsichtsrat der VTG rechtzeitig über ihre Beschlussvorschläge zu dem entsprechenden Tagesordnungspunkt an die Hauptversammlung der VTG beschließen.

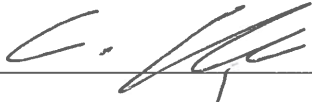
Zum Nachweis der Rechtsform der Hauptaktionärin sowie der Vertretungsberechtigung der Unterzeichner fügen wir einen Auszug aus dem Handelsregister der Hauptaktionärin bei (**Anlage 3**).

Wir würden Sie bitten, uns den Eingang dieses Schreibens zeitnah schriftlich zu bestätigen.

(Signature page – Transfer Request / Übertragungsverlangen)

Mit freundlichen Grüßen,

Warwick Holding GmbH

A handwritten signature in black ink, consisting of a large 'C' followed by several loops and a final vertical stroke.

Christoph Oppenauer
Geschäftsführer

Christian Krumb
Geschäftsführer

(Signature page – Transfer Request / Übertragungsverlangen)

Mit freundlichen Grüßen,

Warwick Holding GmbH

Christoph Oppenauer
Geschäftsführer



Christian Krumb
Geschäftsführer

Anlagen:

- Anlage 1 Depotbestätigung der BNP Paribas vom 8. Juni 2021
- Anlage 2 Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft vom 7. Juni 2021
- Anlage 3 Auszug aus dem Handelsregister der Warwick Holding GmbH



BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

BNP PARIBAS Securities Services • Postfach 10 03 63 • 60003 Frankfurt am Main

WARWICK HOLDING GMBH
Thurn- und Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt am Main

Zweigniederlassung Frankfurt

Adresse: Europa-Allee 12
60327 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 15205 0
Telefax: +49 69 15205 550
Bankleitzahl: 500 305 00
SWIFT: PARBDEFF

Certification of Transactions and Holdings/Bestätigung von Transaktionen und Beständen

RE: VTG AG Inhaber-Aktien o.N. DE000VTG9999 – squeeze-out

Statement of holdings for ISIN DE000VTG9999 on account 6548300000 on 07/06/2021:

ACCOUNT	ISIN	CLOSING BALANCE	OPENING BALANCE
6548300000	DE000VTG9999	27.589.199	27.589.199

Statement of holdings for ISIN DE000VTG9999 on account 6548300001 on 07/06/2021:

ACCOUNT	ISIN	CLOSING BALANCE	OPENING BALANCE
6548300001	DE000VTG9999	5.135.050	5.135.050

Yours sincerely / Mit freundlichen Grüßen


Andreas Fischer
Teamleader Local Clearing Settlement


Thierry Robert
Supervisor Market Connectivity

Hamburg, 07.06.2021

E-Mail / TG 000

Warwick Holding GmbH
Mr. Russel Carkhuff
Thurn- und Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt am Main

Your account officer:
Gunnar Cohrs
Phone: +49 40 414388-586
Fax no.: +49 40 414388-571

Client: WARWICK HOLDING GMBH
Customer ID: 20879
Sec. account: 20879-001

Securities account statement as of 07.06.2021

Reference: WP 578916

Currency/ Units	Par value/ Quantity	Title of security WKN / ISIN	Safe type Dep. country	Security price Ex.rate/Corr.fact.	Market value in EUR
Shares					
Units	280.764	VTG AG Inhaber-Aktien o.N. WKN VTG999 / ISIN DE000VTG9999	GS	57,500 EUR	16.143.930,00
Total market value					16.143.930,00

Total holdings by type of security

Type of security	Percent of total	Market value
Shares	100,00	EUR 16.143.930,00
Market value of securities account		EUR 16.143.930,00

errors and omissions excepted
- Please also note important remarks on the back of this statement -

Handelsregister B des Amtsgerichts Frankfurt am Main	Abteilung B Wiedergabe des aktuellen Registerinhalts Abruf vom 08.06.2021 20:02	Nummer der Firma: HRB 106298
-Ausdruck-	Seite 1 von 2	

1. Anzahl der bisherigen Eintragungen:

18

2. a) Firma:

Warwick Holding GmbH

b) Sitz, Niederlassung, inländische Geschäftsanschrift, empfangsberechtigte Person, Zweigniederlassungen:

Frankfurt am Main

Geschäftsanschrift: Thurn- und Taxis-Platz 6, 60313 Frankfurt am Main

c) Gegenstand des Unternehmens:

Halten und die Verwaltung von Beteiligungen an anderen Gesellschaften im In- und Ausland gleich welcher Rechtsform.
Nach KWG erlaubnispflichtige Geschäfte werden nicht betrieben.

3. Grund- oder Stammkapital:

52.817,00 €

4. a) Allgemeine Vertretungsregelung:

Ist nur ein Geschäftsführer bestellt, so vertritt er die Gesellschaft allein. Sind mehrere Geschäftsführer bestellt, so wird die Gesellschaft durch zwei Geschäftsführer oder durch einen Geschäftsführer gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.

b) Vorstand, Leitungsorgan, geschäftsführende Direktoren, persönlich haftende Gesellschafter, Geschäftsführer, Vertretungsberechtigte und besondere Vertretungsbefugnis:

Vertretungsberechtigt gemeinsam mit einem anderen Geschäftsführer; mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich im eigenen Namen oder als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen:

Geschäftsführer: van Kleef, Petrus Hermanus, Almere / Niederlande, *28.01.1962

Geschäftsführer: Krumb, Christian, Darmstadt, *26.01.1973

Geschäftsführer: Oppenauer, Christoph, Frankfurt am Main, *12.06.1984

5. Prokura:

6. a) Rechtsform, Beginn, Satzung oder Gesellschaftsvertrag:

Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Gesellschaftsvertrag vom 26.08.2016

Zuletzt geändert durch Beschluss vom 26.06.2019

b) Sonstige Rechtsverhältnisse:

Handelsregister B des Amtsgerichts Frankfurt am Main	Abteilung B Wiedergabe des aktuellen Registerinhalts Abruf vom 08.06.2021 20:02	Nummer der Firma: HRB 106298
-Ausdruck-	Seite 2 von 2	

7. a) Tag der letzten Eintragung:

10.02.2021

Anlage 4

**Schreiben der Warwick Holding GmbH an die VTG Aktiengesellschaft vom 21. Juli
2021 (konkretisiertes Übertragungsverlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG)**

Warwick Holding GmbH
Thurn-und-Taxis-Platz 6, 60313 Frankfurt am Main

An
VTG Aktiengesellschaft
- Vorstand -
Nagelsweg 34
20097 Hamburg

Frankfurt am Main, den 21. Juli 2021

Konkretisiertes Verlangen zur Einleitung des Verfahrens zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft gemäß der §§ 327a ff. AktG

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Warwick Holding GmbH (die „**Hauptaktionärin**“) hält gemäß den als **Anlagen** beigefügten Depotbestätigungen der BNP Paribas Securities Services über 32.724.249 Stückaktien der VTG Aktiengesellschaft (die „**VTG**“) (beigefügt als **Anlage 1**) sowie der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft über 280.764 Stückaktien der VTG (beigefügt als **Anlage 2**) vom heutigen Tage unverändert 33.005.013 auf den Inhaber lautende Stückaktien der VTG. Das Grundkapital der VTG beträgt EUR 34.233.591,00 und ist eingeteilt in 34.233.591 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie (die „**VTG-Aktien**“). Gemäß der §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2 AktG hält die Hauptaktionärin demnach VTG-Aktien in Höhe von rund 96,41 % des Grundkapitals der VTG. Damit gehören der Hauptaktionärin mehr als 95 % des Grundkapitals der VTG, sodass sie deren Hauptaktionärin im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ist.

Wie im Verlangen der Hauptaktionärin vom 8. Juni 2021 dargelegt, soll die Hauptversammlung der VTG auf der Grundlage von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG die Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre der VTG auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Die Hauptaktionärin hat hierzu auf Basis der Ermittlung des Unternehmenswerts der VTG durch die ValueTrust Financial Advisors SE als Gutachterin, die angemessene Barabfindung je VTG-Aktie auf EUR 88,11 festgelegt.

Die Hauptaktionärin bestätigt und konkretisiert hiermit ihr Verlangen vom 8. Juni 2021 und bittet Sie, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, damit die für den 22. September 2021 vorgesehene außerordentliche Hauptversammlung der VTG die Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre

der VTG auf die Hauptaktionärin gegen Zahlung der festgelegten Barabfindung gemäß dem als **Anlage 3** beigefügten Beschlussvorschlag beschließen kann.

Eine Erklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, Frankfurt am Main, durch die dieses Kreditinstitut gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären der VTG nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das für die VTG zuständige Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen VTG-Aktien zu zahlen, ist diesem Schreiben als **Anlage 4** beigefügt.

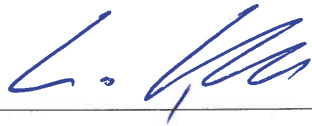
Die Hauptaktionärin wird einen schriftlichen Übertragungsbericht an die Hauptversammlung der VTG erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Zur Vorbereitung der Hauptversammlung übersenden wir Ihnen diesen Bericht parallel zu diesem Schreiben als separates Dokument. Zudem übersenden wir Ihnen mit diesem Schreiben den Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 30. April 2021 gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 3 bis 4, 293c Abs. 1 AktG bezüglich der Bestellung der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hanauer Landstraße 115, 60314 Frankfurt am Main zum sachverständigen Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit der von der Hauptaktionärin gewährten Barabfindung (beigefügt als **Anlage 5**) sowie den Prüfungsbericht der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft über die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, § 293e AktG als separates Dokument.

Wir würden Sie bitten, uns den Eingang dieses Schreibens zeitnah schriftlich zu bestätigen.

Mit freundlichen Grüßen,

(Unterschriftenseite zum konkretisierten Übertragungsverlangen der Warwick Holding GmbH)

Warwick Holding GmbH



Christoph Oppenauer
Geschäftsführer

Christian Krumb
Geschäftsführer

(Unterschriftenseite zum konkretisierten Übertragungsverlangen der Warwick Holding GmbH)

Warwick Holding GmbH

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'CK', is positioned above a horizontal line.

Christoph Oppenauer
Geschäftsführer

Christian Krumb
Geschäftsführer

Anlagen:

- Anlage 1 Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services vom 20. Juli 2021
- Anlage 2 Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft vom 21. Juli 2021
- Anlage 3 Entwurf des Übertragungsbeschlusses
- Anlage 4 Gewährleistungserklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, Frankfurt am Main vom 21. Juli 2021 gemäß § 327b Abs. 3 AktG
- Anlage 5 Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 30. April 2021 gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 3 bis 4, 293c Abs. 1 AktG bezüglich der Bestellung der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Anlage 1

Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services vom 20. Juli 2021



BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

BNP PARIBAS Securities Services • Postfach 10 03 63 • 60003 Frankfurt am Main

Warwick Holding GmbH
Thurn-und-Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt am Main

Zweigniederlassung Frankfurt

Address: Europa-Allee 12
60327 Frankfurt am Main
Telephone: +49 69 15205 0
Telefax: +49 69 15205 550
SWIFT: PARBDEFF

Contact
Axel Künkel

Phone: +49 (0)69
15205 556

Fax +49 (0)69
1520 550

email
axel-kuenkel@bnpparibas.com

Frankfurt/Main,
20.07.2021

Local Custody Nummer (LCN) 654830 der Warwick
Holding GmbH – Saldenbestätigung per 20. Juli
2021, 22 Uhr MESZ

Local Custody number (LCN) 654830 der Warwick
Holding GmbH – Balance confirmation as per 20
July 2021, 10pm CET

Sehr geehrte Damen und Herren,

Dear Sir/Madam,

zum Zeitpunkt dieser Bestätigung verwahren wir unter
der o.a. LCN für die Warwick Holding GmbH
folgenden Gesamtbestand:

As per the date of this confirmation the above LCN is
showing the following total holding for Warwick
Holding GmbH:

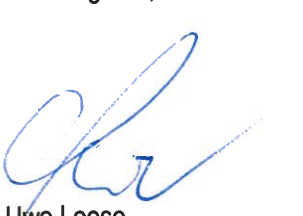
-32.724.249- Aktien VTG AG, ISIN DE000VTG9999

-32,724,249- shares VTG AG, ISIN DE000VTG9999

Mit freundlichen Grüßen,

Kind regards,


Dietmar Roessler
Mitglied der Geschäftsleitung


Uwe Loose
Chief Administrative Officer

Anlage 2

Depotbestätigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers Aktiengesellschaft vom 21. Juli 2021



HAUCK & AUFHÄUSER

PRIVATBANK SEIT 1796

Warwick Holding GmbH
Thurn-und-Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt

Securities Operations – Proxy
Voting Services
Birgit Krämer
Tel. +49 69 2161-1396
Fax +49 69 2161-1616
E-Mail: Proxy-Voting-Services
@hauck-aufhaeuser.com

Frankfurt, 21.07.2021

**Depotbescheinigung / Certificate of depository
per /to be held on 20.07.2021**

Sehr geehrte Damen und Herren,
Dear Ladies and Gentlemen,

hiermit bestätigen wir, dass bei uns zum *We hereby confirm that, for the above-
oben genannten Zeitpunkt mentioned date*

Stück / Nominale

Shares / Nominal

-280.764-

Emittent - ISIN

Issuer – ISIN

VTG AG – DE000VTG9999

im Bestand verbucht sind für den folgenden *are accounted for following **beneficial**
Begünstigten owner*

Kunde / Client

Warwick Holding GmbH

Straße / Street

Thurn- und Taxis-Platz 6

PLZ Ort / Postal code City

60313 Frankfurt am Main

Land / Country

Deutschland / Germany

CONCAT/LEI:

529900Q7T2XELCH9WJ86

.../2



HAUCK & AUFHÄUSER

PRIVATBANK SEIT 1796

- 2 -

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Please do not hesitate to contact us if you have any questions.

Mit freundlichen Grüßen / Kind regards

H a u c k & A u f h ä u s e r
Privatbankiers
Aktiengesellschaft


Marquenie


Dombrowski

Anlage 3

Entwurf des Übertragungsbeschlusses

Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der VTG Aktiengesellschaft (Minderheitsaktionäre) mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital der VTG Aktiengesellschaft von EUR 1,00 je Aktie werden gemäß §§ 327a ff. Aktiengesetz gegen Gewährung einer von der Warwick Holding GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Registernummer HRB 106298 (Hauptaktionärin), zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 je auf den Inhaber lautenden Stückaktie der VTG Aktiengesellschaft auf die Hauptaktionärin übertragen.

Anlage 4

Gewährleistungserklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, Frankfurt am Main vom
21. Juli 2021 gemäß § 327b Abs. 3 AktG



BNP Paribas · Europa-Allee 12 · 60327 Frankfurt am Main

Warwick Holding GmbH
Thurn-und-Taxis-Platz 6
D – 60313 Frankfurt am Main
Deutschland

Frankfurt am Main, am 21. Juli 2021

Zur Übermittlung an den Vorstand der VTG Aktiengesellschaft, Hamburg

Gewährleistungserklärung für die Barabfindungsverpflichtung der Hauptaktionärin der VTG Aktiengesellschaft zugunsten der Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft gem. § 327b Abs. 3 AktG

Die Warwick Holding GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eine nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland gegründete und bestehende Gesellschaft mit beschränkter Haftung, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter Registernummer HRB 106298, mit der Geschäftsanschrift Thurn-und-Taxis-Platz 6, 60313 Frankfurt am Main, Deutschland (im Folgenden „**Warwick**“ oder „**Hauptaktionärin**“), hat uns ihre Absicht mitgeteilt, als Hauptaktionärin sämtliche auf den Inhaber lautenden Stückaktien (internationale Wertpapierkennnummer (im Folgenden „**ISIN**“) DE000VTG9999) (im Folgenden „**Stückaktie**“) der VTG Aktiengesellschaft, eine nach deutschem Recht gegründete und bestehende Aktiengesellschaft, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter Registernummer HRB 98591, mit der Geschäftsanschrift Nagelsweg 34, 20097 Hamburg, Deutschland (im Folgenden „**VTG**“), der übrigen Aktionäre der VTG (im Folgenden die „**Minderheitsaktionäre**“ und einzeln der „**Minderheitsaktionär**“) im Rahmen eines Verfahrens zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zu erwerben.

Warwick hat uns ferner mitgeteilt, dass ihr unmittelbar 33.005.013 der insgesamt ausgegebenen 34.233.591 Stückaktien gehören. Dies entspricht 96,41 % und damit mehr als 95 von Hundert des Grundkapitals von VTG.

Auf Verlangen der Warwick soll in einer außerordentlichen Hauptversammlung der VTG, voraussichtlich am 22. September 2021, gem. § 327a Abs. 1 AktG über die Übertragung der Stückaktien der Minderheitsaktionäre auf die Warwick gegen Gewährung der von Warwick festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 (in Worten: achtundachtzig Euro elf Cent) je Stückaktie, jeweils mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 (in Worten: ein Euro) je Stückaktie, beschlossen werden.

Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der VTG gehen kraft Gesetzes alle Stückaktien der Minderheitsaktionäre der VTG auf Warwick als Hauptaktionärin über und die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug den Anspruch gegen Warwick auf unverzügliche Zahlung der festgelegten Barabfindung.

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat die Hauptaktionärin dem Vorstand der Gesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschließt, die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstitutes zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen, nachdem der Übertragungsbeschluss im Handelsregister der Gesellschaft eingetragen und damit wirksam geworden ist (§ 327e Abs. 3 S. 1 AktG).



Seite 2 zu unserem Schreiben vom 21. Juli 2021

Dies vorausgeschickt, übernimmt die BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, eine Zweigniederlassung der BNP Paribas S.A., einer Aktiengesellschaft französischen Rechts, und Zweigniederlassung im Sinne von § 53b Abs. 1 S. 1 KWG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter Registernummer HRB 40950 (im Folgenden „**BNP Paribas Niederlassung Deutschland**“) als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut hiermit nach § 327b Abs. 3 AktG gegenüber jedem Minderheitsaktionär unbedingt und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Warwick als Hauptaktionärin von VTG, den Minderheitsaktionären unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 (in Worten: achtundachtzig Euro elf Cent) je auf die Warwick übergegangene Stückaktie zu zahlen, nachdem der Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung von VTG gem. § 327a Abs. 1 AktG im Handelsregister der VTG eingetragen und damit wirksam geworden ist (§ 327e Abs. 3 S. 1 AktG).

Diese Gewährleistung wird als selbständiges Garantieverprechen abgegeben und stellt einen echten Vertrag zugunsten Dritter gem. § 328 Abs. 1 BGB dar, aus dem den Minderheitsaktionären von VTG gegenüber BNP Paribas Niederlassung Deutschland ein unmittelbarer Zahlungsanspruch zusteht. BNP Paribas Niederlassung Deutschland kann aus der Gewährleistungserklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden aus dem Verhältnis der BNP Paribas Niederlassung Deutschland zur Warwick ausgeschlossen.

Der BNP Paribas Niederlassung Deutschland gegenüber sind Erklärungen in deutscher oder englischer Sprache abzugeben. Diese Gewährleistungserklärung unterliegt ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

Mit freundlichen Grüßen

**BNP Paribas S.A.
Niederlassung Deutschland**

Alexander Tetzlaff
Managing Director

Marcellus Ramsauer
Director

Anlage 5

Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 30. April 2021 gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 3 bis 4, 293c Abs. 1 AktG bezüglich der Bestellung der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



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

Anlage 5

**Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE zum
Unternehmenswert der VTG Aktiengesellschaft zur Ermittlung der angemessenen
Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG zum Bewertungsstichtag 22. September 2021**

VALUE TRUST

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

INHALTSVERZEICHNIS

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	13
1.1.	Auftrag	13
1.2.	Auftragsdurchführung	15
2.	Bewertungsobjekt VTG	16
2.1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	16
2.2.	Unternehmenshistorie	19
2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	20
2.4.	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)	78
3.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	83
3.1.	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG	83
3.2.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA	84
3.3.	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	86
3.4.	Bewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode	88
3.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	91
3.6.	Liquidationswert	92
3.7.	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA	94
4.	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts	95
4.1.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	95
4.2.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung	97
4.3.	Analyse der Planungstreue	100
4.4.	Analyse der Planungsrechnung	102
4.5.	Fortführungsphase	123
4.6.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	128
5.	Kapitalisierungszinssatz	129
5.1.	Eigenkapitalkosten	130
6.	Unternehmenswert von VTG	139
6.1.	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie nach DVFA-Empfehlungen	139
6.2.	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern	145
6.3.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	151
6.4.	Börsenkurs der VTG-Aktie	160

6.5	Fazit zum Wert des Eigenkapitals von VTG	164
7.	Zusammenfassung zur angemessenen Abfindung.....	166
Anlagen		169

Detailliertes Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	13
1.1.	Auftrag.....	13
1.2.	Auftragsdurchführung	15
2.	Bewertungsobjekt VTG.....	16
2.1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse.....	16
2.2.	Unternehmenshistorie.....	19
2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen.....	20
2.3.1.	Geschäftsmodell	20
2.3.1.1.	Beschreibung des Geschäftsbereichs Waggonvermietung.....	21
2.3.1.2.	Beschreibung des Geschäftsbereichs Schienenlogistik.....	28
2.3.1.3.	Beschreibung des Geschäftsbereichs Tanktainer.....	30
2.3.1.4.	Aufteilung der Geschäftsbereiche in Vorstandsressorts.....	30
2.3.2.	Unternehmensstrategie.....	31
2.3.3.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	35
2.3.3.1.	Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts	35
2.3.3.2.	Entwicklung der Verbraucherpreisindizes	38
2.3.3.3.	Fazit	39
2.3.4.	Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	40
2.3.5.	Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage	52
2.3.5.1	Ertragslage	53
2.3.5.2	Vermögens- und Finanzlage.....	60
2.3.6	SWOT-Analyse	69
2.3.6.1	Stärken.....	69
2.3.6.2	Schwächen.....	71
2.3.6.3	Gelegenheiten	72
2.3.6.4	Gefahren.....	73
2.3.6.5	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil	76
2.4	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group).....	78
2.4.1	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group	78
2.4.2	Peer Group-Übersicht.....	80
3.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	83

3.1.	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG	83
3.2.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	84
3.3.	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	86
3.4.	Bewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode	88
3.4.1	Wert des Eigenkapitals und DCF-Wert.....	88
3.4.2	Minderheiten	90
3.4.3	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	90
3.4.4	Wert des Eigenkapitals	90
3.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	91
3.6.	Liquidationswert	92
3.7.	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA.....	94
4.	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts.....	95
4.1.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	95
4.2.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	97
4.3.	Analyse der Planungstreue	100
4.4.	Analyse der Planungsrechnung.....	102
4.4.1	Umsatzerlöse	102
4.4.2	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT).....	108
4.4.3	Finanzergebnis.....	113
4.4.4	Jahresüberschuss/-fehlbetrag.....	114
4.4.5	Bilanzplanung.....	115
4.4.6	Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung	122
4.5.	Fortführungsphase	123
4.6.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	128
5.	Kapitalisierungszinssatz	129
5.1	Eigenkapitalkosten.....	130
5.1.1	Basiszinssatz	130
5.1.2	Risikozuschlag	130
5.1.3	Wachstumsabschlag	138
6.	Unternehmenswert von VTG	139
6.1	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie nach DVFA-Empfehlungen.....	139
6.1.1	DCF-Wert	140

6.1.2	Minderheiten.....	141
6.1.3	Sonderwerte.....	142
6.1.4	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern	143
6.2	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern.....	145
6.2.1	Ertragswert.....	145
6.2.2	Minderheiten.....	149
6.2.3	Sonderwerte.....	149
6.2.4	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern.....	149
6.3	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	151
6.3.1	Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren	151
6.3.2	Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen.....	156
6.4	Börsenkurs der VTG-Aktie.....	160
6.5	Fazit zum Wert des Eigenkapitals von VTG	164
7.	Zusammenfassung zur angemessenen Abfindung.....	166
	Anlagen.....	169
	1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	170
	2. Ansprechpartner.....	171
	3. Kapitalflussrechnung.....	172
	4. Anpassungen der Gewinn- und Verlustrechnung	173
	5. Peer Group.....	174
	6. Definition wesentlicher Kennzahlen	175

Abkürzungsverzeichnis

3M-VWAP	=	3 Month Volume-Weighted Average Price
a.d. einges.	=	Auf das eingesetzte
a.M	=	Am Main
a.s.	=	Akciová spoločnosť (slowakische AG)
AB	=	Aktiebolag
Abs.	=	Absatz
AG	=	Aktiengesellschaft
AktG	=	Aktiengesetz
AVV	=	Allgemeiner Vertrag für die Verwendung von Güterwagen
B.V.	=	Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (niederländische GmbH)
B2B	=	Business to Business
BaFin	=	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGAV	=	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGH	=	Bundesgerichtshof
BGLE	=	Bundesgesetz über die Lärmsanierung der Eisenbahnen
BIP	=	Bruttoinlandsprodukt
BREXIT	=	Austritt von Großbritannien aus der Europäischen Union
BRI	=	Belt and Road Initiative
BVerfG	=	Bundesverfassungsgericht
BvR	=	Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
Bzw.	=	Beziehungsweise
Ca.	=	Zirka
CAC	=	Cotation Assistée en Continu
CAGR	=	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche annualisierte Wachstumsrate)
CAPEX	=	Capital Expenditures (Brutto-Investitionen)
CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
CAREC	=	Central Asia Regional Economic Cooperation
CDAX	=	Composite DAX
CDPQ	=	Caisse de dépôt et placement du Quebec
CFO	=	Chief Financial Officer
CIS	=	Commonwealth of Independent States (engl. Abkürzung für Gemeinschaft unabhängiger Staaten, GUS)
Co. Ltd.	=	Company Limited

VALUETRUST

CO ₂	=	Kohlenstoffdioxid
CoC-I	=	Center of Competence Intermodalwagen
CoC-M	=	Center of Competence modulare Güterwaggons
CoC-S	=	Center of Competence Standardwaggons
CoC-T	=	Center of Competence Tankwaggons
Corp.	=	Corporation
COTIF	=	Convention relative aux transports internationaux ferroviaires (Übereinkommen über den internationalen Eisenbahnverkehr)
COVID-19	=	Corona Virus Disease 19
D.h.	=	Das heißt
D.o.o.	=	Družba z omejeno odgovornostjo (slowenische GmbH)
DACH	=	Deutschland, Österreich und Schweiz
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DCF	=	Discounted Cashflow
DIH	=	Vorratsdauer
DPO	=	Kreditorenlaufzeit
DSO	=	Debitorenlaufzeit
DVFA	=	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
E.P.E.	=	Eteria Periorismenis Efthynis (griechische GmbH)
e.V.	=	Eingetragener Verein
EAEU	=	Eurasian Economic Union
EBIT	=	Earnings before interest and taxes (Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	=	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBT	=	Earnings before Taxes
EDV	=	Elektronische Datenverarbeitung
Etc.	=	Et cetera
EU	=	Europäische Union
EU5	=	Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Spanien und Italien
EU-GMP	=	EU-Good-Manufacturing-Practice
EUR	=	Euro (Währungseinheit)
EV	=	Entity Value
EWR	=	Europäischer Wirtschaftsraum

Exkl.	=	Exklusive
EZB	=	Europäische Zentralbank
F&E	=	Forschung & Entwicklung
FAUB	=	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	=	Folgend
FTE	=	Full Time Equivalent
FTSE 100 Index	=	Financial Times Stock Exchange 100 Index
FTSE MIB Index	=	Financial Times Stock Exchange Milano Italia Borsa Index
FY	=	Financial Year
ges. m. b. h	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Ggf.	=	Gegebenenfalls
GmbH	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GU-Staaten	=	Gemeinschaft unabhängiger Staaten
GuV	=	Gewinn und Verlustrechnung
HGB	=	Handelsgesetzbuch
Hist.	=	Historie
HRB	=	Handelsregister B
I.d.F.	=	In der Fassung
I.d.R.	=	In der Regel
I.e.S.	=	Im engeren Sinn
I.H.v.	=	In Höhe von
i.S.	=	Im Sinne
i.S.d.	=	Im Sinne des
i.S.v.	=	Im Sinne von
i.W.	=	Im Weiteren
IC	=	Invested Capital
IDW	=	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	=	IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
In liq	=	In liquidation
Inc.	=	Incorporated
INEA	=	Exekutivagentur für Innovation und Netzwerke der Europäischen Kommission

Inkl.	=	Inklusive
INN	=	International Non-Proprietary Name
IoT	=	Internet of Things
ISIN	=	International Securities Identification Number
IWF	=	Internationaler Währungsfonds
J.V.	=	Joint Venture
KG	=	Kommanditgesellschaft
KöSt	=	Körperschaftsteuer
KPI	=	Key Performance Indicator (engl. Abkürzung für wichtige Leistungskennzahl)
KStG	=	Körperschaftsteuergesetz
LG	=	Landgericht
LKW	=	Lastkraftwagen
LPG	=	Liquid Petroleum Gas
Ltd.	=	Limited
Ltda.	=	Limitada
LTM	=	Last twelve months (letzte zwölf Monate)
LuL	=	Lieferung und Leistung
M&A	=	Mergers & Acquisitions
Maghreb	=	Die nordafrikanische Territorien von Tunesien, Algerien, Marokko
Max	=	Maximum
MDAX	=	Mid-Cap-DAX
MENA	=	Middle East & North Africa
Min	=	Minimum
Mio.	=	Millionen
Mkt. Res	=	Market Research
Mrd.	=	Milliarden
MSCI World	=	Morgan Stanley Capital International World
NA	=	Nordamerika
n.a.	=	Not available
N.V.	=	Naamloze Vennootschap
NOPLAT	=	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
O.ä.	=	Oder ähnliches
O.g.	=	Oben genannt
OECD	=	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung

OLG	=	Oberlandesgericht
OPEC	=	Organization of the Petroleum Exporting Countries
Oy	=	Osaakeyhtiö (schwedisch aktiebalog)
P.a.	=	Per annum
PLC	=	Public limited company
Pte Ltd.	=	Private Limited
R&D-Quote	=	Research & Development-Quote
Rd.	=	Rund
RFF	=	Rail Freight Forward Initiative
ROCE	=	Return on Capital Employed (Gesamtkapitalrendite vor Steuern)
ROE	=	Return on Equity (Eigenkapitalrendite)
ROIC	=	Return on Invested Capital (Gesamtkapitalrendite nach Steuern)
RWZ	=	Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen
Rz.	=	Randziffer
S&P	=	Standard & Poor's (Ratingagentur)
S&P 500	=	Standard & Poor's 500
S&P BSE 500 Index	=	Standard & Poor's Bombay Stock Exchange 500 Index
S.	=	Seite
S.A.	=	Société Anonym
S.a.r.l	=	Société a responsabilité limitée
S.L.	=	Sociedad de responsabilidad limitada
S.p.A.	=	Società per Azioni
S.r.l.	=	Società a responsabilità limitata
s.r.o	=	Společnost s ručením omezeným (tschechische GmbH)
SARL	=	Société a responsabilité limitée
SAS	=	Société par actions simplifiée
SCA	=	Société en commandite par action (französische Kommanditgesellschaft auf Aktien)
SDAX	=	Small-Cap-DAX
SE	=	Societas Europaea
SG&A	=	Selling, General and Administrative Expenses
SKU	=	Stock Keeping Unit (Produktaufmachung)
Sog.	=	Sogenannt
SolZ	=	Solidaritätszuschlag

Sp. Z o. o.	=	Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (polnische GmbH)
SWOT	=	Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gelegenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbsumfelds
Tax-CAPM	=	Capital Asset Pricing Modell unter Einbezug von Steuern
TEN-V	=	Transeuropäische Verkehrsnetze
Tkm	=	Tonnenkilometer
TRACECA	=	Transport Corridor Europae-Caucasus-Asia
Tsd.	=	Tausend
TV	=	Terminal Value
U.a.	=	Unter anderem
UK	=	United Kingdom
USA/U.S.	=	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	=	US-amerikanischer Dollar (Währungseinheit)
v. pers. Steuern	=	vor persönlichen Steuern
V.a.	=	Vor allem
VDAX	=	DAX-Volatilitätsindex
Vgl.	=	Vergleiche
VTG	=	Vermögens- und Treuhand-Gesellschaft des Deutschen Gewerkschaftsverbundes mbH
VWAP	=	Volume Weighted Average Price (volumengewichteter Durchschnittskurs)
WACC	=	Weighted Average Cost of Capital
WP	=	Wirtschaftsprüfer
WPg	=	Zeitschrift: Die Wirtschaftsprüfung, IDW Verlag
WpHG	=	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG-AngebV	=	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage
XETRA	=	Elektronisches Handelssystem der Deutsche Börse AG zur Abgabe eines Angebots
Z.B.	=	Zum Beispiel
Z.T.	=	Zum Teil

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1. Auftrag

1. Die Warwick Holding GmbH mit Sitz in Frankfurt a.M. („Warwick“ oder „Auftraggeberin“), hat uns, die ValueTrust Financial Advisors SE („ValueTrust“) München, beauftragt, im Zusammenhang mit einem möglichen aktienrechtlichen Squeeze Out nach §§ 327a ff. AktG eine Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der VTG Aktiengesellschaft („VTG AG“ als Gesellschaft und „VTG“ als VTG Aktiengesellschaft inklusive aller Konzerngesellschaften), Hamburg, und der anzubietenden angemessenen Barabfindung („Abfindung“) zu erstellen. Die Auftraggeberin hat die VTG AG am 12. April 2021 über die Absicht, einen Squeeze Out durchführen zu wollen, informiert.
2. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der VTG AG ermitteln wir auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden. Hiernach ermitteln wir eine Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008, „IDW S 1“). Im Sinne dieser Verlautbarung geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Neben den Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 berücksichtigen wir ebenso die sich in der Rechtsprechung zur Ermittlung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze der Unternehmensbewertung.
3. Der gemäß IDW S 1 ermittelte objektivierte Wert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Vor diesem Hintergrund haben wir auftragsgemäß im Einklang mit dem IDW S 1 und der Rechtsprechung eine Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt.
4. Darüber hinaus haben wir 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 geben wir eine Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen ab. Anders als der IDW S 1 zielen die DVFA-Empfehlungen auf die Bestimmung des Verkehrswerts ab und gehen dabei vom Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abgeleiteten Fundamentalwerts aus. Damit wird für die

Modellierung aus Sicht des Unternehmenserwerbers stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer Unternehmenserwerber herangezogen.

5. Der Bewertungsanlass ist die Durchführung des aktienrechtlichen Squeeze Out gemäß §§ 327a ff. AktG. In diesem Zusammenhang unterstützen wir die Geschäftsführung der Warwick bei der Ermittlung einer angemessenen Barabfindung.
6. Die Warwick hat am 8. Juni 2021 das förmliche Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der VTG AG gerichtet, eine außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft einzuberufen und diese Hauptversammlung über die Übertragung der VTG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Warwick gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Als Bewertungsstichtag wurde der 22. September 2021 festgelegt. An diesem Tag werden die Aktionäre der VTG AG voraussichtlich in einer außerordentlichen Hauptversammlung über den Squeeze Out abstimmen.
7. Die Gutachtliche Stellungnahme soll die Grundlage für den „Übertragungsbericht der Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main, als Hauptaktionärin der VTG Aktiengesellschaft, Hamburg, über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft auf die Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main, sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 Aktiengesetz vom 21. Juli 2021“ („Übertragungsbericht“) sein, der im Zusammenhang mit der Einladung zu der außerordentlichen Hauptversammlung der VTG AG, die über den Squeeze Out beschließen soll, veröffentlicht wird.
8. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftragsschreiben dokumentierten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme ist ausschließlich für die interne Verwendung durch die Auftraggeber sowie zum Zwecke des Squeeze Out erstellt. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für die Geschäftsführung der Warwick, den Vorstand und den Aufsichtsrat der VTG AG auch die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlung der VTG AG sowie die Verwendung im Zusammenhang mit sämtlichen damit verbundenen möglichen Gerichtsverfahren, vorausgesetzt unsere Gutachtliche Stellungnahme wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben. Ferner dient unsere Gutachtliche Stellungnahme als Grundlage für den Übertragungsbericht der Warwick und darf diesem als Anlage beigelegt werden.
9. Darüber hinaus darf diese Gutachtliche Stellungnahme Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Genehmigung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung oder vorherige Zustimmung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Haftung für die Gutachtliche Stellungnahme.

1.2. Auftragsdurchführung

10. Wir haben unsere Arbeiten bis zum 20. Juli 2021 in unseren Büroräumen durchgeführt. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ dargestellten Informationen zur Verfügung. Dieser Gutachtlichen Stellungnahme liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von VTG sowie deren zukünftiger Entwicklung zum 12. Juli 2021 und Kapitalmarktdaten zum 3. Juli 2021 zugrunde.
11. Im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen haben wir darüber hinaus Gespräche über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die zukünftige strategische Ausrichtung von VTG geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen von den in Anlage 2 aufgeführten Vorstandsmitgliedern bzw. Mitgliedern der Geschäftsführung und Mitarbeitern der jeweiligen Gesellschaft sowie deren Beratern erhalten.
12. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten Unterlagen und Informationen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung i. S. einer Jahresabschlussprüfung nach den §§ 316 ff. HGB unterzogen.
13. Die VTG AG und die Warwick haben uns gegenüber zum 20. Juli 2021 jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden.
14. Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie das Ergebnis der unternehmerischen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussage zu der Erreichbarkeit der Planungsergebnisse sowie der Richtigkeit und Vollständigkeit der in den Planungsrechnungen unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.
15. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

2. BEWERTUNGSOBJEKT VTG

16. Die Definition des Bewertungsobjekts ist Grundlage jeder Unternehmensbewertung. Um die Wachstumschancen, Planungsrechnungen und das Risikoprofil des zu bewertenden Unternehmens beurteilen zu können, ist es notwendig, den historischen Hintergrund, das Geschäftsmodell und die Marktstellung der Gesellschaft zu verstehen.
17. Im Folgenden werden zunächst die rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse der Gesellschaft sowie die Historie dargestellt. Anschließend werden die wirtschaftlichen Grundlagen, das Geschäftsmodell, die Unternehmensstrategie und das Markt- und Wettbewerbsumfeld erläutert. Unter Einbezug der historischen Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage der letzten drei Jahre vor dem Bewertungsstichtag werden die Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie die Gelegenheiten und Gefahren des Marktumfelds herausgearbeitet (SWOT-Analyse), um auf dieser Basis das Chancen-Risiko-Profil des Bewertungsobjekts zu konkretisieren. In Verbindung mit der Darstellung vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) bildet dies einen geeigneten Ausgangspunkt für die Einschätzung der Planungsrechnung im Hinblick auf die Höhe und das zeitliche Anfallen der von Prognoseunsicherheit geprägten Cashflows, deren Risikoprofil sowie die Ableitung der u.a. kapitalmarktbasierten Bewertungsprämissen.

2.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

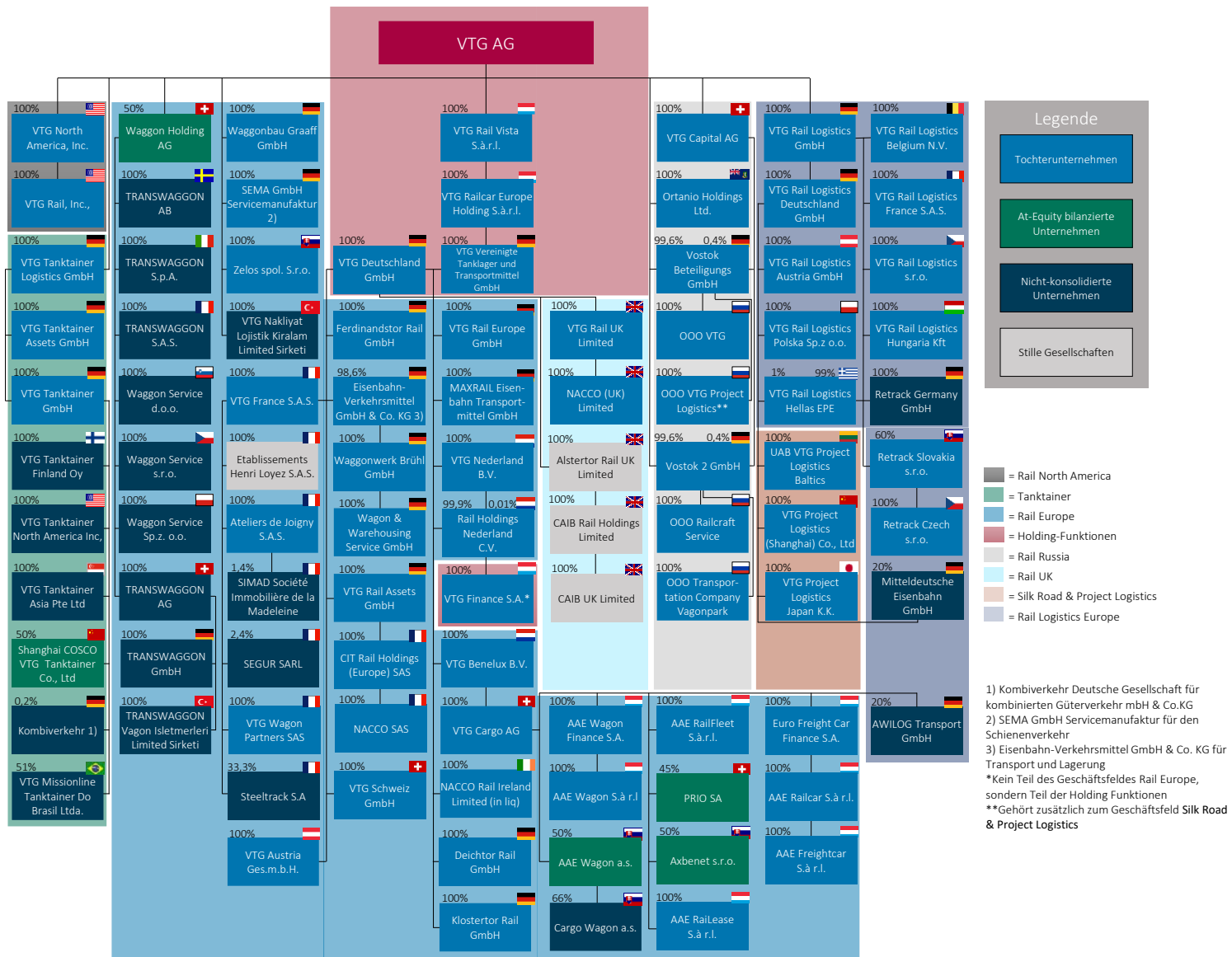
18. Das Bewertungsobjekt ist die VTG AG, mit Sitz im Nagelsweg 34, 20097 Hamburg, Deutschland, einschließlich ihrer verbundenen Unternehmen und Beteiligungen. Die Konzernmuttergesellschaft VTG AG ist eine Aktiengesellschaft und unter der Registernummer HRB 98591 im Handelsregister des Amtsgerichtes Hamburg eingetragen. Die Satzung datiert auf den 25. August 2020.
19. Satzungsmäßiger Unternehmensgegenstand der VTG AG ist die Leitung einer Gruppe von Unternehmen, die in 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. Die VTG AG ist berechtigt, Zweigniederlassungen oder Geschäftsstellen im In- und Ausland zu errichten.
20. Der Vorstand der VTG AG besteht aus drei Mitgliedern. Die gegenwärtigen Vorstandsmitglieder sind Oksana Janssen (Chief Operating Officer Eurasia & Far East), Mark Stevenson (Finanzvorstand) und Sven Wellbrock (Chief Operating Officer Europe & Chief Safety Officer). Die Bestellung der gegenwärtigen Vorstandsmitglieder durch den Aufsichtsrat erfolgte mit Wirkung zum 1. September 2019 (Oksana Janssen), zum 15. Mai 2015 (Mark Stevenson) und zum 1. September 2019 (Sven Wellbrock).
21. Der Aufsichtsrat der VTG AG besteht gemäß § 8 Absatz 1 der Satzung der Gesellschaft aus neun Mitgliedern, die von der Hauptversammlung gewählt werden. Die gegenwärtigen Aufsichtsrats-

mitglieder sind Dr. sc. pol. Jost A. Massenberg (Vorsitzender), Marc van't Noordende (stellvertretender Vorsitzender), Robbie Barr, Jens Fiege, Dr. jur. Markus C. Hottenrott, Eric Philippe Machiels, Ulrich Müller, Christoph Oppenauer und Prof. Dr. Franca Ruhwedel.¹

22. Das Geschäftsjahr der VTG AG entspricht dem Kalenderjahr.
23. Das Grundkapital der VTG AG beträgt EUR 34.233.591,00 und ist eingeteilt in 34.233.591 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 („VTG-Aktien“). Zum Datum der Ausstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme hielt die VTG AG keine eigenen Aktien.
24. Die Aktien der VTG AG waren vom 28. Juni 2007 bis zum 8. April 2019 im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse sowie im Teilbereich des regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) notiert. Darüber hinaus wurden die VTG-Aktien im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart gehandelt. Am 24. Februar 2019 beschloss der Vorstand der VTG AG mit Zustimmung des Aufsichtsrats, den Widerruf der Zulassung der Aktien der VTG AG zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse - ein sogenanntes Delisting - zu beantragen. Warwick hat das Delisting-Erwerbsangebot am 11. März 2019 unterbreitet und damit wurden die VTG-Aktien mit Ablauf des 8. April 2019 nicht mehr im regulierten Markt gehandelt. In engem zeitlichen Zusammenhang mit dem Delisting erfolgte die Einstellung des Handels im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart. Die Börse Hamburg behält das Listing der VTG AG im Freiverkehr jedoch bis heute bei.
25. Die Anteilseigner der VTG AG teilen sich zum Bewertungsstichtag auf die Hauptaktionärin Warwick Holding GmbH (96,41%) sowie einen sich im Streubesitz befindenden Anteil (3,59%) auf.
26. Zum 31. Dezember 2020 umfasst die VTG die VTG AG und 73 vollkonsolidierte Tochterunternehmen sowie fünf At-Equity bilanzierte Unternehmen. Darüber hinaus hält die VTG AG direkt und indirekt Anteile an weiteren Gesellschaften, die jedoch nicht konsolidiert werden. Das Organigramm der VTG AG stellt sich wie folgt dar:²

¹ Vgl. VTG, Geschäftsbericht 2020, S. 96.

² Vgl. Unternehmensinformation, Grafik in Anlehnung an das Organigramm von VTG, 30. Juni 2021.



27. In Deutschland besteht eine ertragsteuerliche Organschaft für die Körperschaft- und Gewerbesteuer mit dem Organträger VTG AG und den folgenden Organgesellschaften: VTG Deutschland GmbH, VTG Vereinigte Tanklager und Transportmittel GmbH, VTG Rail Assets GmbH, VTG Rail Europe GmbH, VTG Tanktainer Logistics GmbH sowie die VTG Tanktainer GmbH. Darüber hinaus besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft mit dem Organträger VTG AG und den folgenden Organgesellschaften: Deichtor Rail GmbH, Ferdinandstor Rail GmbH, Klostertor Rail GmbH, MAXRAIL Eisenbahn Transportmittel GmbH, Retrack Germany GmbH, Vostok Beteiligungs GmbH, Vostok 2 GmbH, VTG Deutschland GmbH, VTG Rail Assets GmbH, VTG Rail Europe GmbH – Betriebsstätte Deutschland, VTG Rail Logistics GmbH, VTG Rail Logistics Deutschland GmbH, VTG Tanktainer GmbH, VTG Tanktainer Assets GmbH, VTG Tanktainer Logistics GmbH, VTG Vereinigte Tanklager und Transportmittel GmbH, SEMA GmbH Servicemanufaktur für den Schienenverkehr sowie die Waggonbau Graaff GmbH.
28. In Frankreich besteht eine ertragsteuerliche Organschaft zwischen der CIT Rail Holdings SAS als Organträger und den Organgesellschaften Nacco SAS, VTG France S.A.S., VTG Rail Logistics France S.A.S., Ateliers de Joigny S.A.S. sowie der VTG Rail Europe GmbH – Betriebsstätte Frankreich.
29. Die VTG AG führt gemäß § 27 KStG das steuerliche Einlagekonto, dessen Wert zum 31. Dezember 2020 EUR 613.732.957 beträgt.

2.2. Unternehmenshistorie

30. Die VTG AG hat ihre Wurzeln im Staatsunternehmen VTG Vereinigte Tanklager und Transportmittel GmbH, das 1951 gegründet und 1961 durch Verkauf an die Preussag privatisiert wurde. In den folgenden 45 Jahren konzentrierte sich VTG als Teil des Preussag bzw. TUI Konzerns zunächst auf den Geschäftsbereich Waggonvermietung. Seit 1981 wurde das Geschäftsmodell um Tankcontaineraktivitäten ergänzt. Mit der Übernahme der Mehrheitsanteile an der Transpetrol GmbH startete VTG 1992 zudem ihre ersten Schienenlogistikaktivitäten. Im Jahr 2002 übernahm VTG die europäischen Schienenlogistikaktivitäten der australischen Brambles-Gruppe und seit dem Jahr 2004 übernimmt die VTG AG die Funktion als Holdinggesellschaft des VTG-Konzerns.
31. Am 28. Juni 2007 erfolgte der Börsengang der VTG AG. Durch eine Reihe erfolgreicher Akquisitionen erweiterte VTG die Eisenbahngüterwaggon- und Tankcontainerflotte in Europa und stieg in den nordamerikanischen Waggonvermietungs- und Tankcontainermarkt sowie den chinesischen Markt für Tankcontainer ein. Anfang Juni 2011 expandierte VTG durch die Übernahme der finnischen Unternehmensgruppe Railcraft Oy mit einer Flotte von 870 Waggons in den russischen Eisenbahnmarkt. Im gleichen Jahr verdoppelte VTG die Anzahl der Waggons in Nordamerika durch den Erwerb von 2.500 Güterwaggons von SC Rail Leasing America Inc.
32. Im Jahr 2014 baute VTG den Geschäftsbereich Schienenlogistik in Europa weiter aus und führte es mit Teilen der Schienenaktivitäten von Kühne+Nagel zusammen. Das daraus entstandene

Gemeinschaftsunternehmen VTG Rail Logistics GmbH wurde im Jahr 2016 vollständig von VTG übernommen. Zudem wurde im Januar 2015 das Waggonportfolio durch die Übernahme der AAE-Gruppe mit rund 29.000 Güterwaggons, davon 27.000 in Europa und 2.000 in Russland, erweitert.

33. Zusätzlich wurde im Jahr 2018 die CIT Rail Holdings (Europe) SAS und die dazugehörige Nacco-Gruppe mit rund 11.000 Güterwaggons erworben. Ebenfalls im Jahr 2018 kündigte Morgan Stanley Infrastructure Inc. die Absicht an, ihren bisherigen Anteil an der VTG AG von 29,0% durch ein öffentliches Übernahmeangebot über ihre Tochtergesellschaft Warwick zu erhöhen. Im Rahmen des Übernahmeangebots stieg der Anteil der Warwick zunächst auf 70,6% der Stimmrechte. Am 11. März 2019 unterbreitete Warwick ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot. Nach Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots stieg der Anteil der Warwick an der VTG AG auf 80,7% an.
34. Im Jahr 2020 fand eine langfristige Refinanzierung wesentlicher Fremdkapitalinstrumente mit einem Finanzierungsvolumen i.H.v. EUR 2,9 Mrd. statt. Diese Maßnahme diente als Grundlage für weitere Investitionen. Bestehende Bank- und Konsortialkredite, Privatplatzierungen sowie eine Hybridanleihe wurden getilgt und sowohl mit neuen mittel- und langfristigen Finanzierungsinstrumenten als auch mit einer Betriebsmittel- und Capex-Linie ersetzt. Die Refinanzierung resultierte in einem ausgedehnten und balancierten Fälligkeitsprofil und in einer Verringerung der Gesamtfinanzierungskosten.
35. Im April 2021 hat die Warwick eine Gesellschaftervereinbarung mit der Joachim Herz Stiftung abgeschlossen. Zu diesem Zeitpunkt hielt die Warwick 81,4% der Anteile an der VTG AG, während sich Anteile i.H.v. 15,0% im Besitz der Joachim Herz Stiftung befanden. Die Gesellschaftervereinbarung räumt der Warwick mitunter das Recht ein, einen Wertpapierleihvertrag mit der Joachim Herz Stiftung einzugehen und somit deren 15,0% der Anteile an der VTG AG zu erwerben. Mit der daraus resultierenden Anteilshöhe von 96,41% erfüllt die Warwick die Voraussetzungen für einen aktienrechtlichen Squeeze Out im Sinne des §327a AktG.

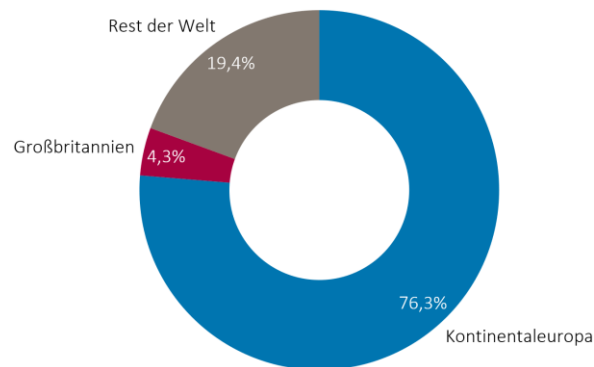
2.3. Wirtschaftliche Grundlagen

2.3.1. Geschäftsmodell

36. Die VTG AG ist mit ihren Tochtergesellschaften in den Geschäftsbereichen Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tanktainer weltweit tätig und zählt europaweit zu den größten Betrieben dieser Branche. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt auf dem Geschäftsbereich Waggonvermietung, der die Vermietung von Eisenbahngüterwaggons und die Durchführung damit im Zusammenhang stehender Dienstleistungen umfasst. Die Erneuerung und Instandhaltung der Waggonflotte für den Geschäftsbereich Waggonvermietung erfolgt durch ein eigenes Waggonbauwerk und vier Wartungswerkstätten. Zudem erbringt VTG Speditionsleistungen im Geschäftsbereich Schienenlogistik und Tanktainer. Im Jahr 2020 bestand die Gesamtflotte von VTG im Jahresdurchschnitt aus rund 94.000 Eisenbahngüterwaggons, hauptsächlich aus Kesselwaggons, Großraumgüterwaggons und Flachwagen, sowie aus über 9.000 Tankcontainern.

37. VTG beschäftigt weltweit 2.077 Mitarbeiter (Stand: 31. Dezember 2020) und erwirtschaftete im Jahr 2020 Umsatzerlöse i.H.v. EUR 1.218 Mio. sowie ein unbereinigtes EBITDA von EUR 492 Mio. (EBITDA-Marge von 40,4%).
38. Regional ist VTG mit signifikanten Umsatzanteilen in den Regionen Kontinentaleuropa, Russland und Asien, Nordamerika und Großbritannien aktiv.³ Den größten Anteil des Umsatzes erwirtschaftet VTG in Europa. Die regionale Verteilung stellt sich wie folgt dar:

Umsatzaufteilung (GJ 2020) nach Regionen⁴



39. In Europa bietet VTG das gesamte Leistungsspektrum der Dienstleistungen in den Geschäftsbereichen Waggonvermietung und Schienenlogistik an. In den Regionen Nordamerika und Großbritannien ist VTG insbesondere in der Waggonvermietung und zu einem geringeren Teil im Bereich Tanktainer aktiv. In Russland bietet VTG insbesondere Waggonvermietung an, während in Asien vor allem Logistikdienstleistungen abgewickelt werden, wie bspw. Transporte zwischen Europa und Asien und Projektlogistik als Komplettabwicklung von Industrieprojekten und Spezialtransporten.

2.3.1.1. Beschreibung des Geschäftsbereichs Waggonvermietung

40. Der Geschäftsbereich Waggonvermietung umfasst sowohl die Vermietung von eigenen und geleasten Güterwaggons als auch komplementäre Dienstleistungen, wie die technische Betreuung oder Verwaltungs- und Instandhaltungsleistungen für externe Waggonflotten. Neben der Vermietung von eigenen Waggons an die Kunden, erbringt VTG auch das Management und die Vermietung von Waggonflotten, die Drittinvestoren gehören. Bei der Vermietung der eigenen Waggons realisiert VTG die Umsatzerlöse aus der Vermietung und trägt die hiermit verbundenen Aufwendungen. Bei der Bewirtschaftung der Waggons der Drittinvestoren dagegen übernimmt VTG zwar den Vertrieb der Waggons. Die entsprechenden Umsatzerlöse und Aufwendungen aus der Vermietung werden jedoch den Eigentümern der Waggons zugeordnet. Für

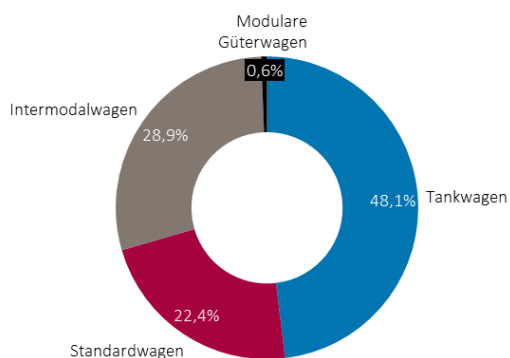
³ Das Überseege­schäft des Bereichs Tanktainer wurde in dieser Darstellung nicht berücksichtigt.

⁴ Unternehmensinformationen, VTG

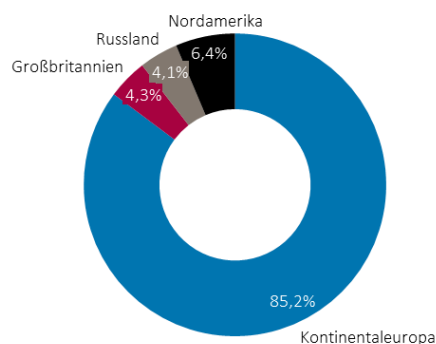
den Vertrieb der Waggons erhält VTG lediglich eine Managementgebühr, die in den Umsatzerlösen ausgewiesen wird. Dieser zusätzliche Vertriebsweg ermöglicht es VTG, eine höhere Marktabdeckung zu erzielen und ggf. nicht verfügbare Flottenkapazitäten auszugleichen.

41. Die VTG vermietet sowohl komplette Waggongruppen für den Ganzzugverkehr als auch einzelne Güterwaggons. Dabei verfügt VTG über eigene Flotten in Kontinentaleuropa, Großbritannien, Nordamerika und Russland, wobei die Flotten in Großbritannien, Nordamerika und Russland weitestgehend unabhängig agieren. Die eigene Waggonflotte wird um ein dezentrales Depotsystem ergänzt, sodass die Waggons in geringer Entfernung zum ersten Verladeort verfügbar sind.
42. Die eigene Flotte in Europa umfasst nahezu alle Güterwaggontypen, die für den Transport von Chemikalien und Gas bzw. Flüssiggas, Automobilteilen, landwirtschaftlichen Gütern, Baustoffen, Papier und anderen Industrieprodukten geeignet sind. Dabei handelt es sich um Tankwaggons (ca. 48,1% der Flotte), Standardgüterwaggons (ca. 22,4% der Flotte), Intermodalwagen (ca. 28,9% der Flotte) sowie modulare Güterwaggons (ca. 0,6% der Flotte). In Russland und Nordamerika kommen insbesondere Kessel- und Standardwaggons zum Einsatz.

Eigene europäische Waggonflotte nach Waggontypen

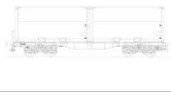


Gesamtflotte nach Regionen



Quelle: VTG, Unternehmensinformationen

Beispielhafte Waggons der Waggonflotte im Geschäftsbereich Waggonvermietung nach Branche

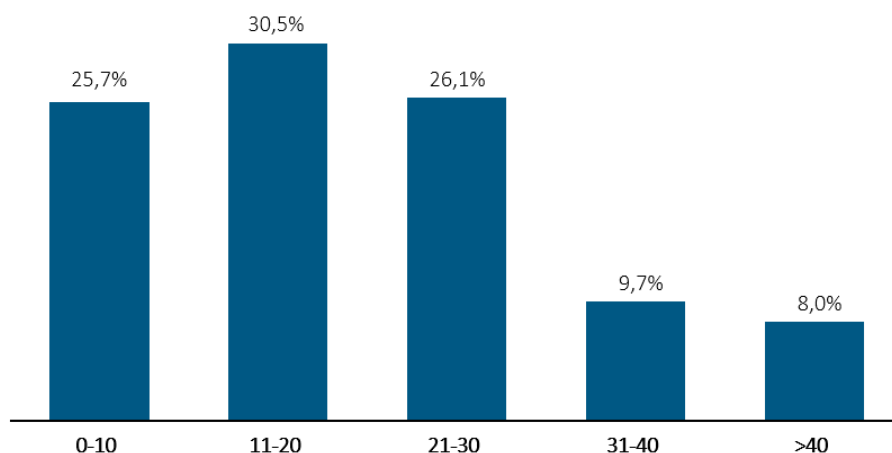
Agrar 	 Automotive
Baustoffe 	 Chemie
Energiestoffe 	 Entsorgung
Gase 	 Handelsgüter
Holz 	 Intermodal
Lebensmittel 	 Mineralöl
Schüttgüter 	 Stahl

43. Regional konzentriert sich die Flotte von VTG auf den europäischen Markt, in dem sie die größte private Güterwaggonflotte in Europa stellt.
44. Der Ausbau der Flotte von VTG erfolgte in der Vergangenheit sowohl durch den Waggonneubau, welcher vor allem in Drittwerken, aber auch an den Standorten Elze in Deutschland und in geringem Umfang in Joigny in Frankreich stattfindet, als auch durch Akquisitionen von Waggonflotten anderer Anbieter. Hierzu gehört u.a. die Übernahme von Nacco im Jahr 2018. Am französischen Standort in Joigny finden jedoch nur kleine Produktionsserien und hauptsächlich Umbau- und Wartungsarbeiten statt. Das Waggonbauwerk im niedersächsischen Elze hat eine Produktionskapazität von bis zu 400 Kesselwaggons pro Jahr. Die Flotte von VTG, sowohl die Eisenbahngüterwaggons als auch die Tankcontainer, müssen regelmäßigen Untersuchungen, sogenannten Revisionen, unterzogen werden. Dabei fallen sowohl Untergestellrevisionen als

auch Kesselprüfungen bei Kesselwaggons an. Diese Revisionen finden, abhängig nach Waggontyp, in vier- bis sechsjährigen Zyklen statt. Zudem werden regelmäßig Radsätze sowie Radscheiben und Radsatzwellen ausgetauscht.

45. Die Wartung der Flotte erfolgt grundsätzlich durch VTG, wird aber in Abhängigkeit vom Waggontyp auch durch die Kunden mit eigenen Werkstätten durchgeführt. Die Wartungsarbeiten durch Kunden werden insbesondere bei Intermodalwagen durchgeführt, da diese Kunden oft spezialisierte Bahnunternehmen mit eigenen Werkstätten sind, sodass eine Wartung in eigenen Werkstätten effizienter ist. Für die Wartung verfügt VTG über vier eigene Wartungswerkstätten in Frankreich, Deutschland und der Slowakei. In Nordamerika, Russland und den angrenzenden Staaten verfügt VTG über keine eigenen Reparaturwerkstätten und nutzt ein lokales Netz von Auftragswerkstätten.
46. Die geschätzte wirtschaftliche Nutzungsdauer der Waggonflotte beträgt laut VTG in der Regel 32-42 Jahre, je nach Waggontyp. Das Durchschnittsalter der Waggonflotte von VTG beträgt rd. 20 Jahre, wobei 26% der Waggons bis zu 10 Jahre alt sind, 31% zwischen 11 und 20 Jahren, 26% zwischen 21 und 30 Jahren, 10% zwischen 31 und 40 Jahren und 8% über 40 Jahre. Die Rail Russia verfügt gruppenweit über die jüngste Flotte mit durchschnittlich 9 Jahren, gefolgt von der Rail UK mit 16 Jahren. Der Flottenbestand der Rail Europe weist ein mittleres Alter von 20 Jahren auf, während die Flotte in Nordamerika ein mittleres Flottenalter von 27 Jahren hat.

Altersstruktur der gesamten Waggonflotte (in Jahren)⁵



47. Vor dem Hintergrund der längeren Vertragslaufzeiten und der branchendiversifizierten Kundenstruktur unterliegt das Geschäftsmodell von VTG vergleichsweise geringen konjunkturzyklischen Schwankungen. Die Auslastung der gesamten Waggonflotte liegt laut Informationen von VTG über alle Regionen hinweg in der Regel bei über 85%.
48. Im Rahmen der Digitalisierungsstrategie von VTG wurden bereits rund 55.000 Güterwaggons und Tankcontainer mit dem Telematiksystem „VTG-Connect“ ausgestattet, das die Erfassung

⁵ Unternehmensinformationen, VTG

von Standort- und Ereignisdaten der Waggons bei VTG ermöglicht. Eine Grundfunktion der digitalisierten Waggons bietet Tracking und Tracing, Schocküberwachung und Umgebungstemperaturmessung. Der so genannte VTG-Connect-Service kann optional mit individuellen Hardwarelösungen für kundenspezifische Anwendungen um weitere Funktionen wie Gewichtsmessung oder Verschlussüberwachung erweitert werden. Dem Kunden und VTG ermöglichen die Telematiksysteme eine effiziente Disposition der Flotte. Kunden stehen diese Services über die kostenpflichtige digitale Plattform „traigo“ zu Verfügung (siehe zur Digitalisierung auch den Abschnitt „Unternehmensstrategie“).

49. Für einen Teil der VTG-eigenen Waggons übernimmt VTG den Vertrieb nicht selbst, sondern lagert den Vertrieb über ein Waggon-Poolsystem aus. Bei Poolsystemen bringen verschiedene Eigentümer ihre Güterwaggons in das System ein, die dann je nach Waggon typ einem Pool zugeordnet und von diesem Pool bewirtschaftet und vermietet werden. Die Waggoneigentümer lagern den Vertrieb ihrer Güterwaggons an den Poolbetreiber aus und haben keinen direkten Einfluss auf die Vermietung ihrer Waggons. Der Umsatz und die Kosten der Bewirtschaftung der Güterwaggons im Poolsystem wird anteilig der Waggons im Pool auf die einzelnen Eigentümer verteilt. Im Gegenzug zahlen die Eigentümer der Waggons eine Servicegebühr für die Verwaltung des Waggonpools durch den Poolbetreiber (analog zu den Drittinvestoren bei VTG). Im Rahmen eines solchen Poolsystems ist VTG mit einem Anteil von 50% an der Waggon Holding AG beteiligt. Die Waggon Holding AG verwaltet ein Portfolio von mehr als 13.000 Güterwaggons, wobei hiervon wiederum ca. 50% der Waggons im Eigentum der VTG stehen und die weiteren 50% der Waggons Drittinvestoren gehören. Dementsprechend agiert VTG im Falle der Waggon Holding AG als Drittinvestor. Die VTG realisiert insofern einerseits den Ergebnisbeitrag aus der Vermietung der von VTG in das Poolsystem eingebrachten Waggons. Andererseits ist VTG über das Beteiligungsergebnis am Erfolg der Waggon Holding AG insgesamt beteiligt.
50. Des Weiteren ist VTG zu 45% an der PRIO S.A. („PRIO“) beteiligt, deren Gesellschaftszweck der Erwerb, die Finanzierung und die Vermietung von Güterwaggons ist. In diesem Kontext erwirbt die PRIO von VTG hergestellte oder erworbene Güterwaggons und lässt diese durch VTG wiederum bewirtschaften. In diesem Zuge erhält VTG eine Servicegebühr für die Bewirtschaftung der Waggons, während die Umsatzerlöse und Aufwendungen bei der PRIO verbleiben. Über das Beteiligungsergebnis partizipiert VTG an der wirtschaftlichen Entwicklung der PRIO.

Mietbedingungen

51. Grundsätzlich basiert die Vermietung der Waggons auf mittel- bis langfristigen Mietverträgen. Das Risiko des Leerstands während der Vertragslaufzeit tragen grundsätzlich die Kunden. Erst nach Vertragsende bzw. Rückgabe der Waggons geht das Leerstandsrisiko auf VTG über. Die Laufzeit der Verträge ist abhängig vom einzelnen Kunden und dem Waggonsegment und beträgt im Durchschnitt ca. drei Jahre. Da mit der Rückgabe der Waggons zum Teil auch nicht unerhebliche Reinigungskosten verbunden sind, wird in vielen Fällen eine Prolongation der Mietverträge vorgenommen. In Einzelfällen - insbesondere bei den Kesselwaggons - kann der gemietete Waggon durch eine Vertragsverlängerung vom Zeitpunkt der Herstellung bis zur Außerbetriebnahme beim gleichen Kunden verbleiben. Das Geschäft mit Intermodalwaggons ist

dagegen dynamischer. Die Vertragslaufzeiten sind in der Regel kürzer und betragen durchschnittlich ein bis drei Jahre. Während VTG grundsätzlich die Wartung und Reparatur der eigenen Waggons selbst übernimmt, erfolgt dagegen die Wartung und Reparatur von Intermodalwagen in ca. der Hälfte der Fälle durch die Kunden (sog. „Dry Leasing“). Hierbei handelt es sich meist um Eisenbahnverkehrsunternehmen, die über entsprechende eigene Wartungswerkstätten verfügen. Die Vermietung von Schiebewandwagen und Flachwagen erfolgt u.a. über Pool-systeme, dabei werden die Verträge nicht nur langfristig, sondern auch kurzfristig (Trip- oder Voyage-Charter) für einzelne, klar definierte Transportzwecke und -strecken abgeschlossen.

52. Die Bedingungen der Leasingverträge sehen mehrheitlich die Zahlung eines festen täglichen Mietpreises für die Dauer des Vertrages vor. Die Mietzahlungen sind während der gesamten Vertragslaufzeit von den Kunden zu entrichten. Die Zahlungen richten sich nach individuell vereinbarten Abrechnungszeiträumen, z.B. monatlichen oder vierteljährlichen Abrechnungszeiträumen, und sind auch dann fällig, wenn die Waggons nicht genutzt werden. Bei Verträgen mit einer Laufzeit von mehr als drei Jahren ist in der Regel eine Klausel enthalten, die es VTG erlaubt, die Preise anzuheben, wenn wesentliche Kostenfaktoren (vor allem Instandhaltungsaufwendungen) deutlich steigen. Darüber hinaus enthalten langfristige Mietverträge teilweise spezifische, an die Lebenshaltungskosten gekoppelte Klauseln, die eine Anpassung der Preise zu bestimmten Konditionen entsprechend dem Anstieg der Lebenshaltungskosten vorsehen. Aufgrund der in vielen Fällen anfallenden hohen Umstellungskosten und der begrenzten Verfügbarkeit von Spezialwaggons werden die meisten Verträge der VTG immer wieder verlängert.

Kundenstamm

53. Vor diesem Hintergrund verfügt der Geschäftsbereich Waggonvermietung über einen vielfältigen und langjährigen Kundenstamm von mehr als 1.000 Unternehmen in verschiedenen Industrien.

Bahn- und Logistikbranche ca. 51% der Umsatzerlöse	 
Chemieindustrie ca. 20% der Umsatzerlöse	   
Gas- und Flüssiggasindustrie ca. 11% der Umsatzerlöse	  
Sonstige (Konsumgüter, Baustoff, Papier etc.) ca. 19% der Umsatzerlöse	  

54. Dabei machen größere Kunden einen Anteil von bis zu 7% des Gesamtumsatzes aus. Jedoch besteht aufgrund der großen Kundenbasis eine vergleichsweise niedrige Kundenkonzentration und somit ein niedriges Clusterrisiko. Zu den Kunden von VTG zählen viele renommierte Konzerne aus unterschiedlichen Industriezweigen, unter anderem aus der Bahn- und Logistikbranche, der Chemie-, Gas- und Flüssiggasindustrie sowie aus der Konsumgüter-, Automobil-, Baustoff-, Zellstoff- und Papierindustrie.
55. Zu den sonstigen Dienstleistungen von VTG im Rahmen der Waggonvermietung gehört auch die Beratung der Kunden bezüglich der Auswahl des geeigneten Waggontyps für den jeweiligen Transportbedarf und bezüglich der Sicherheitsanforderungen für den Transport sowie das Handling von Gefahrgut. Mit fremden und eigenen Waggonbauwerken und Wartungswerkstätten betreut VTG die vermieteten Waggonen im Rahmen des Wartungsservices und bietet kundenspezifische Umbaulösungen für spezielle Anforderungen an. Darüber hinaus umfassen die Dienstleistungen von VTG auch die technische Betreuung und das Management von externen Waggonparks einschließlich der Vermarktung. Das Angebot von VTG umfasst zudem die Verwaltung und Vermarktung von Eisenbahnwaggonen von Drittinvestoren, vor allem für private Investoren in Frankreich, aber auch in der DACH-Region. Zu den Leistungen von VTG gehört auch der Kauf von Waggonflotten von Kunden, häufig mit der Möglichkeit des Lease-back, und der Modernisierung der Flotte. Abgerundet wird das Leistungsspektrum durch die Entwicklung

und dem Vertrieb von speziellen Armaturen (z.B. Entlüftungsventile) für den Transport von Gefahrgut.

2.3.1.2. Beschreibung des Geschäftsbereichs Schienenlogistik

Dienstleistungen

56. Der Geschäftsbereich Schienenlogistik übernimmt die Organisation europaweiter Bahntransporte von Flüssig-, Agrar- und Industriegütern – einschließlich Gefahrgütern – mit privaten und staatlichen Eisenbahnen. Geographisch konzentrieren sich die Transportleistungen auf Europa und Zentralasien. Zu den Funktionen des Geschäftsbereichs gehören neben dem Frachtenmanagement die Planung, Organisation und Überwachung von Transportleistungen für Ganzzüge, Waggongruppen oder Einzelwaggons, die überwiegend mit der konzerneigenen, angemieteten Waggonflotte, aber auch mit fremden Waggons durchgeführt werden.
57. Im Gegensatz zum Geschäftsbereich Waggonvermietung tritt der Geschäftsbereich Schienenlogistik nicht als Waggonhalter auf. Vielmehr erbringt sie die beschriebenen Dienstleistungen unter Nutzung von angemieteten Waggons oder mit Güterwaggons, welche durch die Kunden gestellt werden. Die Kunden im Segment Chemie betreiben die Transportmittel in der Regel nicht selbst, sondern lassen sich lediglich ihre Güter liefern; im Mineralölbereich hingegen mieten die großen Kunden die Waggons selbst an und übernehmen das gesamte Flottenmanagement.
58. VTG Rail Logistics setzt auf einigen Korridoren im Retrack-Netzwerk ihre eigene Eisenbahndienstleistung ein. Zwischen den wichtigsten Handels- und Industriezentren in Europa wurden effiziente Logistiktransportverbindungen geschaffen. Ziel ist es, den schienengebundenen Güterverkehr durch die Verknüpfung aller Möglichkeiten des Schienennetzes im vorgegebenen Güterverkehrskorridor und unter Berücksichtigung aller relevanten Kostenfaktoren zu optimieren. Das Retrack-Netzwerk bietet Schienengütertransportlösungen mit Fokus auf Deutschland, den Niederlanden sowie Ost- und Südosteuropa an. Dies umfasst den Transport von Einzelwaggons, Waggongruppen und Ganzzügen entlang der Hauptgüterverkehrskorridore, wie zum Beispiel zwischen dem Retrack-Hauptknotenpunkt Köln und Rotterdam oder Antwerpen, in Richtung Österreich, Slowakei, Ungarn oder Richtung Polen und Tschechien oder auf dem Balkan, aber auch innerdeutsche Verkehre werden durchgeführt. Der Geschäftsbereich Schienenlogistik baut das Retrack-Netzwerk sowohl geografisch als auch in Bezug auf das Leistungsspektrum einschließlich der digitalen Lösungen kontinuierlich aus. Die Retrack verfügt über einen Pool aus Elektro- und Diesellokomotiven, die kurzfristig zur Verfügung gestellt werden können.
59. Für Einzelwaggons oder kleine Waggongruppen bietet VTG Rail Logistics kundenspezifische End-to-End-Services an. Je nach Anforderung der Kunden können die Transporte in bestehende Systeme integriert werden. Bei der Organisation von europaweiten Ganzzugtransporten versetzt die VTG Rail Logistics ihre Kunden in die Lage, große Mengen an Gütern auf der Schiene zu transportieren. Die Leistungen reichen von Waggon-Poollösungen bis hin zu klassischen Ganzzügen. Das Portfolio der VTG Rail Logistics umfasst darüber hinaus multimodale Transport-

dienstleistungen für die erste und letzte Meile der Kunden hauptsächlich in Europa (z. B. Trucking in Griechenland als Nebendienstleistung für Kunden). Intermodale Transporte beziehen sich derzeit auf den Betrieb von Zugverbindungen von Europa in Richtung Osten (China) und umgekehrt und bieten Dienstleistungen an der EU-Grenze an, wie z.B. die Organisation des Umladens von Containern oder das Umladen von konventionellen Normalspurwaggons an Eingangs-/Ausgangspunkten des Breitspurnetzes.

Transportkapazität

60. Der Geschäftsbereich Schienenlogistik operiert mit einer Flotte von rund 5.800 Güterwaggons, die überwiegend vom Geschäftsbereich Waggonvermietung oder in geringerem Maße auch von Drittanbietern angemietet werden. VTG Rail Logistics steht für den schienengebundenen Transport von Gütern aller Art und Gefahrgut zur Verfügung. Die Güterwaggons sind für den Transport von Chemieprodukten, Flüssiggasen sowie Massen- und Stückgütern sowie für den kontinentalen Intermodalverkehr geeignet. Die Güter werden europaweit im Ganzzug- oder Einzelwaggonverkehr transportiert. Die enge Zusammenarbeit mit dem Geschäftsbereich Waggonvermietung verschafft dem Geschäftsbereich Schienenlogistik die notwendige Flexibilität im Hinblick auf den Transportbedarf der Kunden, sodass die Waggons auch kurzfristig zur Verfügung gestellt werden können. Der Geschäftsbereich verfügt über ein breites Netzwerk an lokalen und internationalen Partnern, die VTG bei der Frachtabwicklung vor und nach dem Schienengütertransport auf Basis kundenspezifischer Anforderungen unterstützen.

Kundenstamm

61. Der Kundenstamm des Geschäftsbereichs Schienenlogistik besteht insbesondere aus Unternehmen der Chemie- und Flüssiggasindustrie. Die Dienstleistungen werden auf Basis von kurz- und mittelfristigen Verträgen erbracht, die in der Regel mehrmals verlängert werden. Durch den Ausbau des Retrack-Netzwerks und des Leistungsbereichs Projektlösungen für die Bahngesellschaften gelingt es VTG, neue Kunden hinzuzugewinnen. Der aktuelle Kundenstamm ist breit aufgestellt und hat keinen einzelnen Kunden, der einen signifikanten Anteil ausmacht.

Projektlogistik

62. In der Projektlogistik arbeitet VTG auf Projektbasis und erstellt kundenspezifische Transportkonzepte für Schwer- und Großraumtransporte, wie z.B. Transporte von Produkten für den Maschinen- und Anlagenbau. Dabei berät VTG die Kunden und übernimmt im Einzelfall alle administrativen und technischen Funktionen wie Strukturierung, Verpackung und Dokumentation, die Bereitstellung von eigenem Personal, die Zollabwicklung und die Baustellenbetreuung. Das Leistungsspektrum der VTG wird um die Bereiche digitale Lösungen, Fernverkehr und Flottenmanagement stetig erweitert

2.3.1.3. Beschreibung des Geschäftsbereichs Tanktainer

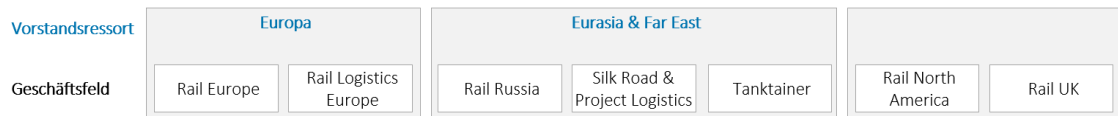
63. Im Geschäftsbereich Tanktainer bündelt VTG die Vermietungs- und Logistikdienstleistungen für die weltweiten Transporte mit Tankcontainern von flüssigen chemischen Gütern oder komprimierten Flüssiggasen, hauptsächlich für Unternehmen der chemischen Industrie. Tankcontainer eignen sich insbesondere für den intermodalen Verkehr, da sie es ermöglichen, den Transport per Bahn und Schiff zu kombinieren. Im Vergleich zur Logistik per Kesselwaggons sind die Volumina der einzelnen Transportaufträge im Regelfall kleiner. Als Kernleistung werden die Tankcontainer je nach Beschaffenheit der Fracht konfiguriert und innerhalb Europas per LKW, Bahn, Binnenschiff und Küstenschiffahrt transportiert. Die VTG organisiert Tür-zu-Tür-Transporte im Spot- und Roundtrip-Verkehr und übernimmt dabei die komplette Logistikkette vom Standort des Auftraggebers bis zum Empfänger der Ware. Darüber hinaus werden die Tankcontainer auch für eine kurzfristige Zwischenlagerung sowie zur Vermietung zur Verfügung gestellt.
64. Als ergänzende Dienstleistung bietet VTG auch die Verwaltung von Tankcontainerflotten der Kunden an und entwickelt Supply-Chain-Management-Konzepte in den logistischen Einrichtungen.
65. Der Geschäftsbereich Tanktainer von VTG operiert mithilfe verschiedener Typen von Tankcontainern, die sich im Wesentlichen in Ausstattung, Spezifikation und Volumen unterscheiden. Tankcontainer eignen sich vor allem für den sicheren Transport von flüssigen und temperaturgeführten Produkten in der Chemie- und Druckgasindustrie. VTG verfügt weltweit über einen breit aufgestellten Tankcontainerbestand. Neben vorhandenen Spezialcontainern bietet VTG im Bereich Tanktainer auch die Möglichkeit an, die Tankcontainerflotte individuell zusammenzustellen - inklusive der Anpassung bestehender Tankcontainer an die Kundenbedürfnisse sowie einer kompletten Neukonstruktion bei veränderten Anforderungen. Darüber hinaus betreibt VTG die dem weltweiten Standard entsprechenden 20ft-ISO-Container sowie die sogenannten SWAP-Container für den optimierten Einsatz innerhalb Europas.
66. Die Kunden des Geschäftsbereichs Tanktainer bestehen überwiegend aus Unternehmen der Chemieindustrie. Im Jahr 2018 hatte dieser Geschäftsbereich von VTG mehr als 150 Kunden, unter denen der größte Kunde einen Anteil von 21,7% am Außenumsatz hatte.

2.3.1.4. Aufteilung der Geschäftsbereiche in Vorstandsressorts

67. Bis zum Jahr 2019 erfolgte die externe Berichterstattung nach den dargestellten Geschäftsbereichen Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tanktainer.⁶ Ab dem Jahr 2020 wurde die Berichterstattung in regionale Geschäftsfelder gegliedert und den Vorstandsressorts zugeteilt, wobei die zuvor bestehende operative Tätigkeit von VTG innerhalb der regionalen Geschäftsfelder nahezu unverändert fortbesteht.

⁶ Bis zum Geschäftsjahr 2019 erfolgte die Segmentberichterstattung in der externen Berichterstattung anhand der Geschäftsbereiche Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tanktainer. Das interne Reporting und die bewertungsrelevante Planungsrechnung der VTG dagegen basiert auf den Geschäftsaktivitäten Vermietung, Logistik und Sonstige. Diese Geschäftsaktivitäten sind nicht deckungsgleich mit den aus der externen Berichterstattung bekannten Geschäftsbereichen.

68. Gemäß der regionalen Zuordnung ist VTG nunmehr in sieben Geschäftsfelder unterteilt: Rail Europe, Rail Logistics Europe, Rail Russia, Tanktainer, Silk Road & Project Logistics, Rail North America und Rail UK. Diese Geschäftsfelder sind wiederum den beiden Vorstandsressorts Europa und Eurasia & Far East sowie dem CFO zugeteilt.



69. Das Vorstandsressort Europe umfasst die Geschäftsfelder Rail Europe und Rail Logistics Europe. Das Geschäftsfeld Rail Europe ist für die Waggonvermietung in Europa zuständig. Diesem Geschäftsfeld ist der überwiegende Teil der europäischen Waggonflotte sowie TRANSWAGGON, das Waggonbauwerk und vier Werkstätten zuzuordnen. Das Geschäftsfeld Rail Logistics Europe bietet Schienenlogistik- und Speditionsdienstleistungen in Europa an. Zu diesem Geschäftsfeld gehören auch die Eisenbahnverkehrsunternehmen Retrack Germany GmbH und Retrack Slovakia s.r.o., die in einem umfangreichen Netzwerk mit nationalen und internationalen Traktionspartnern arbeiten.
70. Das Vorstandsressort Eurasia & Far East verantwortet die Geschäftsfelder Rail Russia, Silk Road & Project Logistics sowie Tanktainer. Das Geschäftsfeld Rail Russia ist für die Waggonvermietung in Russland und anderen GU-Staaten zuständig. Darüber hinaus sind die Vermietungs- und Logistikdienstleistungen für die Transporte mit Tankcontainern im eurasischen Markt durch das Geschäftsfeld Tanktainer vertreten. Damit werden Güter, insbesondere für die chemische und petrochemische Industrie, multimodal auf den verschiedenen Verkehrsträgern Schiene, Straße und Wasser transportiert, ohne dass die Fracht umgeladen werden muss. Im Geschäftsfeld Silk Road & Project Logistics werden Transporte zwischen Europa und China abgewickelt sowie die komplette Abwicklung von Industrieprojekten und multimodalen Spezialtransporten im europäisch-eurasischen Raum übernommen.
71. Die beiden Geschäftsfelder Rail North America und Rail UK umfassen im Wesentlichen die Waggonvermietung.
72. Derzeit befindet sich die VTG in einem Veräußerungsprozess hinsichtlich des Nordamerikageschäfts. Dementsprechend wird in der Bewertung das Nordamerikageschäft aus der Planungsrechnung eliminiert und als Sonderwert berücksichtigt.

2.3.2. Unternehmensstrategie

73. Im Fokus der Unternehmensstrategie der VTG steht weiterhin der vom Ergebnisbeitrag bedeutendste Tätigkeitsbereich in der Vermietung der Waggonflotte in Europa. Entsprechend des von VTG entwickelten „Strategy Cube“ plant VTG, ausgehend vom europäischen Infrastrukturgeschäft, das Geschäftsmodell in drei Dimensionen hinsichtlich der Leasinggegenstände, der Tiefe des Dienstleistungsangebot und in regionaler Hinsicht weiterzuentwickeln. Dabei fokussiert sich VTG zukünftig auf die synergetischen Geschäftsaktivitäten in Europa. Das weitestgehend autark aufgestellte Geschäftsfeld Nordamerika erzielt mit den übrigen Geschäftsfeldern

in Europa nur geringe Synergien und soll daher im Rahmen eines bereits laufenden M&A Prozesses noch im Geschäftsjahr 2021 veräußert werden.

74. Im Hinblick auf die Leasinggegenstände sieht die Unternehmensstrategie vor, dass die Waggonflotte in Europa erhalten und, insbesondere durch Intermodal- und Modalwaggons, erweitert wird. Das Geschäftsmodell in der Vermietung der Infrastruktur ist in hohem Maße anlagenintensiv, sodass der Ausbau der Geschäftstätigkeit im Wesentlichen über Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen in die Waggonflotte erfolgen soll. Zudem sollen zur Steigerung der Profitabilität diverse Maßnahmen zur Erhöhung der Auslastung und Senkung der Reparatur und Instandhaltungsaufwendungen umgesetzt werden, wie z.B. eine Reduzierung der Instandhaltungsaufwendungen der leiseren Bremssohlen. In Ergänzung zur Vermietung der Waggonflotte soll die Vermietung von Tanktainer weiter durch Erweiterungsinvestitionen gestärkt werden.
75. Hinsichtlich der Art der Dienstleistungen soll die reine Vermietung der Waggons um zusätzliche Dienstleistungen ergänzt und in die Logistikkonzepte der Kunden integriert werden. Wesentliche Voraussetzung hierfür ist die Digitalisierung der Waggonflotte, welche eine effiziente Disposition der Flotte für VTG und deren Kunden ermöglicht, sowie der Aufbau der digitalen „traigo“-Plattform.
76. Der regionale Fokus soll wiederum zunächst durch die Veräußerung des Nordamerikageschäfts auf die Kernregion Europa gelegt werden, die innerhalb Europas selbst attraktive Wachstumsmöglichkeiten bietet, sowie entlang der Seidenstraße.
77. Im Januar 2021 hat VTG in Zusammenarbeit mit einer Strategieberatung einen strategischen Review initiiert (im Folgenden der „strategische Review“) und im weiteren Verlauf des ersten Halbjahres in konkrete Maßnahmen überführt. Diese Maßnahmen sind wesentlicher Bestandteil der aktualisierten Unternehmensstrategie mit dem Ziel, wesentliche Umsatzpotenziale und Kosteneinsparungspotenziale zu identifizieren und die Rentabilität von VTG zu steigern. Die identifizierten Maßnahmen konzentrieren sich auf eine Steigerung der Umsatzerlöse aus der Vermietung der Waggonflotte und der Schienenlogistik, die Realisierung von Kosteneinsparungen im Bereich der Reparaturen und Instandhaltungen sowie eine Reduzierung des Verwaltungsaufwands. Insbesondere sieht der strategische Review die Realisierung von Cross Selling Potenzialen zwischen den Geschäftsaktivitäten Vermietung und Logistik vor. Kostenseitig sollen Einkaufssynergien genutzt, Wartungsintervalle flexibilisiert und die Verwaltungsfunktionen effizient gestaltet werden.
78. Im Vermietungsgeschäft ist im Wesentlichen die Erweiterung der Flotte von Intermodalwagen und die Erweiterung des digitalen Service Portfolios vorgesehen. Dazu gehört eine stärkere Vermarktung der digitalen Plattform „traigo“, die in Echtzeit Informationen zu den Waggons und zum Geschäft (bspw. technische Daten, Lokalisierung, Vertragsbedingungen etc.) online bereitstellt und zum effizienten Flottenmanagement genutzt werden kann.
79. Zudem soll eine neue Werkstatt in der Nähe eines größeren Schienendrehkreuzes in Deutschland aufgebaut werden. Ziel ist es, die Leerlaufzeiten zu verringern und Kosten für die Wieder-

vermietung von Waggons zu reduzieren. Durch den Aufbau dieser neuen VTG-eigenen Werkstatt soll die strategische Option zur Stilllegung alter, ineffizienter Wartungskapazitäten eröffnet werden.

80. Unter Beachtung etwaiger kartellrechtlicher Beschränkungen wird der Markt auf mögliche Übernahmeziele analysiert, die zur Erreichung der definierten strategischen Ziele beitragen und das weitere Wachstum unterstützen sollen. Um die Effizienz der Organisationsstruktur zu stärken und Synergien zwischen den Unternehmenseinheiten zu nutzen, werden die internen Prozesse und Strukturen an neue oder veränderte Marktbedingungen angepasst. Durch die Gliederung der Konzernstruktur in die Vorstandsressorts bzw. Geschäftsfelder konnten beispielsweise die Geschäftsbereiche Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tanktainer, die prinzipiell auf unterschiedlichen Ebenen der Wertschöpfungskette agieren, enger miteinander verzahnt werden.
81. Das übergreifende Ziel von VTG über alle Vorstandsressorts und Geschäftsfelder hinweg ist es, den Schienenverkehr im Vergleich zu anderen Verkehrsträgern wettbewerbsfähiger und sicherer zu machen. Dabei liegt der Fokus auf der Digitalisierung, Lärmreduzierung, erhöhten Sicherheit, sowie auf modularen Waggonkonzepten und der Reduzierung der Logistikkosten und der gesamten Product-Lifecycle-Costs (z.B. Senkung der Betriebskosten durch Telematik und Scheibenbremsen). Für die Umsetzung dieser Strategie baut der Forschungs- und Entwicklungsbereich von VTG seine Aktivitäten kontinuierlich aus und engagiert sich in der Forschung zu innovativen Güterwaggons und Komponenten, die im Betrieb deutlich effizienter sind. Mit der langjährigen Erfahrung im Waggonbau und der eigenen Produktionsanlage können die neuen Ideen in kürzester Zeit getestet und zur Marktreife gebracht werden. Darüber hinaus engagiert sich VTG im "Technischen Innovationskreis Schienengüterverkehr" und bringt die eigene F&E-Abteilung in engen Kontakt mit Industrie, Universitäten und Eisenbahnverkehrsunternehmen.
82. VTG verfolgt zudem eine umfassende Digitalisierungsstrategie mit dem Fokus auf der Entwicklung neuer Services und Geschäftsmodelle. Die mit Sensoren ausgestatteten Güterwaggons bilden die Basis für den neuen Service "VTG-Connect" mit dem Ziel, die Effizienz von Logistik- und Instandhaltungsprozessen zu steigern. Der VTG-Connect-Service umfasst die Bereitstellung von Standort- und Ereignisdaten der ausgerüsteten Waggons. Im Rahmen der Digitalisierung kooperiert VTG zudem mit innovativen Start-up-Unternehmen, die neue Tools und Modelle für Monitoring und Analytik entwickeln. Sensoren, die den Zustand der Waggons und der Ladung messen, werden gemeinsam mit Lieferanten entwickelt und sollen in den nächsten Jahren in das bestehende System integriert werden. Seit 2019 beteiligt sich VTG an dem Innovationsprojekt "VTG Rail Europe statusorientierte und vorausschauende Instandhaltung", das von der Exekutivagentur für Innovation und Netzwerke der Europäischen Kommission (INEA) gefördert wird und das Ziel verfolgt, die Funktionsfähigkeit und Sicherheit des Eisenbahnsystems zu verbessern. Zu diesem Zweck implementiert das Geschäftsfeld Rail Europe zustandsorientierte und vorausschauende Instandhaltungsprozesse für Eisenbahngüterwaggons. Im Rahmen dieses Innovationsprojekts stattet VTG mehr als 10.000 Eisenbahngüterwaggons mit einer fahrzeugseitigen und/oder streckenseitigen Überwachung ihrer sicherheitsrelevanten Teile, nämlich des Bremssystems, des Radsatzes und/oder des Gesamtzustands des Waggons, aus. Eine solche Digitalisierung ermöglicht eine umfassende zustandsorientierte und vorausschauende

Instandhaltung der Waggons und reduziert somit die Ausfallzeiten der Waggons, erhöht das Sicherheitsniveau und die Netzkapazität und stellt die Flotte für einen nachhaltigen Schienenverkehr bereit. Das Projekt hat eine Laufzeit bis Ende 2023.

83. Parallel zum Ausbau der Waggons mit Tracking-Geräten und Sensoren wird das sogenannte Wayside Monitoring-System vorangetrieben. Mit Hilfe von Sensoren und Kamerasystemen, die in den Gleisen installiert sind, wird der Zustand der Waggons erfasst und analysiert, sodass eine Prognose der Instandhaltung ermöglicht wird. Im Jahr 2020 wurde insbesondere die Zusammenarbeit mit den europäischen Netzbetreibern ausgebaut und der Datenaustausch von streckenseitigen Wayside Monitoring-Daten getestet. Zugleich hat VTG die digitale Plattform „traigo“ eingerichtet, über die die Digitaldienstleistungen für die Kunden erbracht werden. Über „traigo“ können die Kunden online auf vorhandene Informationen zu den Waggons oder zum Geschäft zugreifen und die digitalen Tools auf Basis von IoT-Daten nutzen. Die VTG plant, durch die Entwicklung neuer Tools das Geschäftsmodell schrittweise zu erweitern und den Anteil der digitalen Umsätze in den nächsten Jahren zu erhöhen.
84. Darüber hinaus konzentriert sich die Digitalisierungsstrategie auf die Optimierung der internen Betriebsprozesse von VTG durch die Integration von Datenanalysesystemen und Automatisierungsfunktionen. Damit sollen datengetriebene Entscheidungen getroffen und neue Erkenntnisse für das effiziente Management der Flotte gewonnen werden.
85. Auf Ebene des Vorstandsressorts Europe strebt VTG an, ihre führende Position in der Waggonvermietung sowohl als Anbieter von Güterwaggons für den Schienentransport von Flüssig- und Industriegütern als auch für den Intermodaltransport weiter zu festigen und gleichzeitig den Kundenstamm durch Diversifikation in neue Segmente zu erweitern. Der Waggonpark in Europa wird zu diesem Zweck laufend modernisiert und durch den Bau neuer Eisenbahngüterwaggons und Akquisitionen kontinuierlich erweitert. So wurden im Jahr 2020 60% der Anteile an der Retrack Slovakia erworben, um das Retrack-Netzwerk zu ergänzen. Darüber hinaus liegt der Schwerpunkt von VTG in Europa auf dem Eingehen und Vertiefen von Partnerschaften mit ehemaligen und gegenwärtigen staatlichen Eisenbahngesellschaften, wie z.B. der Deutschen Bahn. Im Rahmen des gemeinsamen Projekts m² von DB Cargo und VTG wurden neuartige Tragwagen entwickelt, die derzeit einem umfangreichen Testprogramm unterzogen werden. Die Waggons vereinen Multifunktionalität und Modularität, sodass sie auf unterschiedliche Transportzwecke und damit auf individuelle Kundenbedürfnisse zugeschnitten werden können. Die Projektpartner streben die Zulassung der Waggons im Jahr 2021 an, danach sollen sie von DB Cargo und VTG eigenständig vermarktet werden.
86. Das Vorstandsressort Eurasia & Far East bietet langfristig auch solide Wachstumsperspektiven durch das geographisch weitverbreitete Schienennetz der Russischen Föderation und ihrer Nachbarländer innerhalb Asiens. Der kontinuierliche Erneuerungsbedarf von Waggonparks sowie der wachsende Entwicklungs- und Modernisierungsbedarf werden auch in den kommenden Jahren die treibenden Kräfte im russischen Bahnsektor sein. Neben dem Ausbau des Kerngeschäfts mit Flüssiggütern, Industriegütern und Agrarprodukten strebt VTG eine deutliche Erweiterung ihres Dienstleistungsangebots an. Dazu gehören zum Beispiel der weitere Ausbau des Geschäftsfelds Silk-Road & Project Logistics sowie die Erweiterung des Retrack-Netzwerks. Das eigene Retrack-Netzwerk verbindet die wichtigsten Wirtschafts- und Industriezentren mit

dem Ziel, den Schienengüterverkehr unter allen Kostenaspekten zu optimieren und den Kunden kosteneffiziente, schnelle, zuverlässige und zukünftig auch digitalisierte Transportlösungen anzubieten. Des Weiteren gibt es einen wachsenden Markt für Tankcontainer, in dem VTG die Positionierung als Spezialanbieter für Chemietransporte weiter festigen will. Um die Flexibilität bei der Bereitstellung der Tankcontainerflotte für die Kunden zu erhöhen, ersetzt das Geschäftsfeld Tanktainer Mietanlagen von verschiedenen Herstellern durch Investitionen in eigene Anlagen und wird die digitale Vernetzung sicherstellen.

87. In Großbritannien soll die Marktführerschaft in der Waggonvermietung durch ständige Investitionen in die Flotte und die Intensivierung der Kundenbeziehungen weiter gefestigt werden.

2.3.3. Makroökonomische Situation und Ausblick

88. Zur Einschätzung der ökonomischen Situation zum Bewertungsstichtag und der zukünftigen Entwicklung von VTG ist eine grundlegende Analyse des (makro-)ökonomischen Umfelds sowie eine Abschätzung der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung erforderlich.
89. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) sowie der Verbraucherpreisindizes der für VTG relevantesten Regionen. Die Umsatzerlöse von VTG werden größtenteils in Kontinentaleuropa, Großbritannien, Nordamerika, Russland und Asien erzielt. Vor diesem Hintergrund werden diese Regionen im Folgenden näher betrachtet, wobei der Fokus auf die Länder der Europäischen Union, insbesondere Deutschland, Großbritannien, die Vereinigten Staaten von Amerika, Russland und China gelegt wird. Im Wesentlichen wird dabei auf Informationen des Internationalen Währungsfonds („IWF“) abgestellt.⁷

2.3.3.1. Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts

Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes									Prognose					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Welt	3.5	3.6	3.5	3.3	3.8	3.6	2.8	-3.3	6.0	4.4	3.5	3.4	3.3	3.3
Europäische Union	0.0	1.7	2.5	2.1	3.0	2.3	1.7	-6.1	4.4	3.9	2.3	1.9	1.6	1.6
Deutschland	0.4	2.2	1.5	2.2	2.6	1.3	0.6	-4.9	3.6	3.4	1.6	1.5	1.2	1.1
USA	1.8	2.5	3.1	1.7	2.3	3.0	2.2	-3.5	6.4	3.5	1.4	1.5	1.6	1.6
Russland	1.8	0.7	-2.0	0.2	1.8	2.8	2.0	-3.1	3.8	3.8	2.1	1.8	1.8	1.8
China	7.8	7.4	7.0	6.9	6.9	6.7	5.8	2.3	8.4	5.6	5.4	5.3	5.1	4.9
Großbritannien	2.2	2.9	2.4	1.7	1.7	1.3	1.4	-9.9	5.3	5.1	2.0	1.8	1.5	1.4

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

90. Die globale Wirtschaftsleistung verzeichnete im Jahr 2020 ein negatives reales Wachstum i.H.v. 3,3%, welches signifikant unterhalb des Vorjahreswerts von 2,8% lag. Der Grund hierfür ist im Wesentlichen die abnehmende Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 aufgrund der anhaltenden Covid-19-Pandemie. Unter der Annahme, dass sich die wirtschaftliche Aktivität während des laufenden Jahres normalisiert, wird für die Weltwirtschaft im Jahr 2021 ein deutliches Wachstum i.H.v. 6,0% und im Jahr 2022 i.H.v. 4,4% erwartet. Wesentlicher Treiber für die positive Erwartung

⁷ Vgl. im Folgenden International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021.

tungshaltung ist vor allem die prognostizierte Erholung der globalen Wirtschaftsleistung im Zusammenhang mit einem Abklingen der Covid-19-Pandemie und einem entsprechenden Erholungseffekt auf globaler Ebene. Mittelfristig soll sich das reale Wirtschaftswachstum laut IWF auf einem ähnlichen Niveau wie in der Vergangenheit von etwas über 3% einpendeln.

91. In der Europäischen Union waren in den vergangenen Jahren stets positive reale Wachstumsraten zu verzeichnen. Im Jahr 2020 hingegen reduzierte sich die reale Wirtschaftsleistung um 6,1%, was insbesondere auf nationale Lockdowns, Ausgangsbeschränkungen und ähnliche pandemiebedingte Einschränkungen und eine daraus resultierende schwächere Nachfrage zurückzuführen war. Das starke Herunterfahren der Wirtschaftsleistung ging im Jahr 2020 mit einer reduzierten Industrieproduktion einher. Für das Jahr 2021 wird eine Erholung i.H.v. 4,4% prognostiziert. Langfristig soll sich das reale Wirtschaftswachstum in der Europäischen Union auf einem Niveau von 1,6% befinden.
92. In Deutschland reduzierte sich das reale BIP-Wachstum in den letzten Jahren von 2,6% im Jahr 2017 auf 0,6% im Jahr 2019. Dies ist vor allem auf ausbleibende Aufholeffekte in der Automobilindustrie aufgrund einer weltweit schwächeren Nachfrage und den Abschwung der exportorientierten Industrie zurückzuführen.⁸ Zu Beginn des Jahres 2020 belebte sich zunächst die zuvor schwache Industriekonjunktur und die Industrieproduktion expandierte.⁹ Die Covid-19-Pandemie unterbrach diese Entwicklung jedoch abrupt. Die nach dem Ausbruch von Covid-19 getroffenen Maßnahmen zur Verlangsamung der Ausbreitung des Virus trafen die deutsche Wirtschaft sowohl direkt (Gastgewerbe, Unterhaltungsbranche, Luftfahrtunternehmen) als auch indirekt, da sich die Nachfrage nach deutschen Exporten in besonders stark von der Covid-19-Pandemie betroffenen Regionen auf globaler Ebene signifikant reduzierte.¹⁰ Insgesamt nahm das reale BIP im Jahr 2020 um 4,9% ab, wenngleich in der zweiten Jahreshälfte zunächst eine konjunkturelle Erholung spürbar wurde. Im ersten Quartal 2021 schwächte sich die Wirtschaftsleistung weiter ab, da die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie strikter ausfielen als im Vorquartal. Dies zeichnete sich vor allem in kontaktintensiven Dienstleistungsbereichen ab, welche weiterhin rückläufig waren. Des Weiteren ist davon auszugehen, dass ein weiterhin schwaches Konsumklima auch aufgrund der seit Beginn 2021 wieder höheren Mehrwertsteuersätze zu dieser Entwicklung beigetragen hat.¹¹ Für die Jahre 2021 und 2022 wird mit Wachstumsraten von 3,6% und 3,4% eine Erholung der Konjunktur prognostiziert. Langfristig ging der IWF bereits in früheren Prognosen davon aus, dass die reale Wachstumsrate in Deutschland im Vergleich zum erwarteten langfristigen Wachstum in anderen Ländern relativ schwach ausfällt. Maßgeblich verantwortlich für diese Entwicklung ist der erwartete demografische Wandel, der in Deutschland stärker ausfallen dürfte als in anderen Industrienationen.¹² Entsprechend nimmt das reale BIP-Wachstum bis 2026 auf 1,1% ab.¹³

⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2019, S.2.

⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 2020, S.5.

¹⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 2021, S.17.

¹¹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 2021, S. 5.

¹² Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2019, S.13.

¹³ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

93. Die USA verzeichneten in den vergangenen Jahren stets ein positives reales Wirtschaftswachstum, welches mit Ausnahme der Jahre 2016 und 2017 oberhalb der Wachstumsraten der Europäischen Union lag. Im Jahr 2019 belief sich das reale Wirtschaftswachstum auf 2,2%. Bedingt durch die Covid-19-Pandemie, kam es 2020 zu einem Einbruch der Wirtschaftsleistung i.H.v. 3,5%. Der IWF geht davon aus, dass sich die Wirtschaftsleistung binnen des ersten Halbjahres 2021 auf das Niveau von Ende 2019 erholen wird. Für das Gesamtjahr 2021 wird daher eine Erholung der Wirtschaftsleistung um 6,4% prognostiziert. Diese Einschätzung liegt oberhalb der erwarteten Wachstumsrate der Europäischen Union, da die höheren Covid-19-Impfkapazitäten der USA eine ausschlaggebende Rolle bei der Erholung der Wirtschaftsleistung spielen dürften. Eine schnelle Erholung der US-amerikanischen Wirtschaftsleistung bringt darüber hinaus auch signifikante Spillover-Effekte für die wichtigsten Handelspartner der USA mit sich. Während im Vergleich zu den Erwartungen im Oktober 2020 die Prognose des IWF für Europa nach unten revidiert wurde, prognostiziert der IWF für die USA inzwischen eine etwas positivere Entwicklung.¹⁴
94. Das Wirtschaftswachstum in Russland verzeichnete durch die Folgen der Ukraine-Krise und den damit verbundenen Sanktionen sowie aufgrund des schwachen Ölpreises vor allem zwischen 2014 und 2016 teilweise negative Wachstumsraten. Mit der Erholung der Öl- und Gaspreise seit 2016 konnte sich das reale Wirtschaftswachstum erholen und lag im Jahr 2019 bei 2,0%. Im Jahr 2020 wurde ein Einbruch der Wirtschaftsleistung von 3,1% verzeichnet. Der Grund hierfür ist die Ausbreitung von Covid-19 und die damit verbundene weltweite Verlangsamung der Wirtschaft sowie der starke Einbruch des Ölpreises im Jahr 2020.¹⁵ Für die Jahre 2021 und 2022 wird mit einer vergleichsweise geringen Erholung i.H.v. 3,8% gerechnet. Auch hier gehen die Langfristprognosen von einem Rückgang der Wachstumsraten aus.¹⁶
95. Chinas Wirtschaft wies in den vergangenen Jahren stets hohe Wachstumsraten von mindestens 5,8% auf. Sogar angesichts der Covid-19-Pandemie konnte China ein reales Wirtschaftswachstum i.H.v. 2,3% aufweisen, da durch strikte lokale Lockdowns die Ausbreitung des Virus stark gehemmt werden konnte. Für das Jahr 2021 wird ein Anstieg des Wirtschaftswachstums i.H.v. 8,4% erwartet, welches zu einem großen Teil mit der weltweit erwarteten wirtschaftlichen Erholung und dem erwarteten Anstieg der Metallpreise zusammenhängt.¹⁷ Binnen des Prognosezeitraums 2021 bis 2026 bleibt das erwartete Wachstum der realen Wirtschaftsleistung auf einem vergleichsweise hohem Niveau, welches bis zum Jahr 2026 auf 4,9% zurückgehen soll.¹⁸
96. Das Wirtschaftswachstum in Großbritannien entwickelte sich in der Vergangenheit rückläufig von 2,9% in 2014 hin zu 1,3% in 2018. Im Jahr 2019 konnte sich das Wachstum nur leicht auf 1,4% erhöhen. Dieser Rückgang, welcher sich entgegen der positiveren Wachstumsraten der Europäischen Union entwickelte, wurde mitunter durch die mit dem Brexit verbundenen Unsicherheiten

¹⁴ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021, S.11 f.

¹⁵ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2020, S.2 f.

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

¹⁷ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021, S.7 f.

¹⁸ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

bedingt.¹⁹ In diesem Zusammenhang wurde seit der Brexit-Abstimmung ein signifikanter Rückgang der getätigten Investitionen festgestellt. Im Jahr 2020 ging dieser Trend mit dem pandemiebedingten Wirtschaftseinbruch einher, was zu einer drastisch negativen Wachstumsrate von 9,9% führte. Es wird mittelfristig erwartet, dass die Unsicherheiten im Kontext des Brexit kontinuierlich nachlassen werden. Für das Jahr 2021 wird eine Wachstumsrate i.H.v. 5,3% erwartet, welche über der Rate der Europäischen Union liegt. Ferner wurde die Wachstumsrate für das Jahr 2022 nach oben revidiert und liegt nun bei 5,1%. Langfristig gehen die Wachstumserwartungen weiter zurück.²⁰

2.3.3.2. Entwicklung der Verbraucherpreisindizes

97. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt darüber hinaus auf Basis der Entwicklung der Verbraucherpreisindizes:

Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

									Prognose					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Welt	3.6	3.2	2.7	2.7	3.2	3.6	3.5	3.2	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0
Europäische Union	1.4	0.4	0.1	0.2	1.6	1.8	1.4	0.7	1.6	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9
Deutschland	1.6	0.8	0.7	0.4	1.7	1.9	1.4	0.4	2.2	1.1	1.5	1.7	1.9	2.1
USA	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	2.3	2.4	2.5	2.5	2.4	2.2
Russland	6.8	7.8	15.5	7.0	3.7	2.9	4.5	3.4	4.5	3.4	3.8	4.0	4.0	4.0
China	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.4	1.2	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
Großbritannien	2.6	1.5	0.0	0.7	2.7	2.5	1.8	0.9	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0

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

98. Die globale Inflation schwankte im Zeitraum von 2013 bis 2020 zwischen 2,7% und 3,6%. Für das aktuelle Jahr wird ein leichter Anstieg des Verbraucherpreisindex auf 3,5% erwartet. Langfristig wird mit einem Niveau von 3,0% gerechnet.
99. Nachdem der Anstieg des Verbraucherpreisindex in der Europäischen Union in den Jahren 2014 bis 2016 lediglich zwischen 0,1% und 0,4% lag, erhöhte sich die Inflation ab dem Jahr 2017 auf mindestens 1,4%. Neben dem Wirtschaftswachstum trug auch die anhaltende Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank („EZB“) dazu bei, die Teuerungsrate wieder in den avisierten Korridor von „unter, aber nahe bei 2,0%“ zu treiben. Vor dem Hintergrund niedrigerer Energiepreise und der Abschwächung des Wirtschaftswachstums zeigte sich ein Rückgang der Inflationsrate auf 0,7% im Jahr 2020. Für das Jahr 2021 wird eine Inflationsrate i.H.v. 1,6 % erwartet. In der Langzeitprognose wird – in Einklang mit dem Inflationsziel der EZB – eine Inflationsrate von 1,9% im Jahr 2026 in der Europäischen Union erwartet.²¹
100. In den Jahren 2014 bis 2016 verzeichnete Deutschland analog zur Europäischen Union einen deutlichen Rückgang der Inflationsrate. In den Jahren 2017 und 2018 stieg die Inflation bis auf 1,9% an und schwächte sich im Jahr 2019 auf 1,4% ab. Dem folgte ein deutlicher Rückgang der Inflationsrate auf 0,4% im Jahr 2020, ähnlich der Entwicklung innerhalb der Europäischen Union. Für das Jahr 2021 wird eine Inflationsrate von 2,2% erwartet. Die Prognose für Deutsch-

¹⁹ Vgl. www.bankofengland.co.uk

²⁰ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

²¹ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

land liegt damit über den Inflationserwartungen für die gesamte Europäische Union. Diese höhere Teuerungsrate lässt sich vornehmlich durch die einheitliche Geldpolitik der EZB im Euro-Raum erklären.

101. Die USA verzeichneten seit 2018 einen Rückgang des nationalen Verbraucherpreisindex bis auf 1,2% in Anbetracht der Covid-19-Pandemie im Jahr 2020. Für das Jahr 2021 wird ein Erholungseffekt der Inflationsrate auf 2,3% erwartet, welche sich bis 2026 auf 2,2% nivellieren soll.
102. In den Jahren 2013 bis 2016 vermeldete Russland vergleichsweise hohe Inflationsraten, welche im Jahr 2015 einen Höchststand von 15,5% erreichte. Die russische Währung gab in den Jahren 2015 und 2016 wegen des schwachen Ölpreises und der Sanktionen des Westens gegen Russland im Zusammenhang mit der Ukraine-Krise nach. Im Jahr 2019 lag die Inflationsrate in Russland bei 4,5% und damit leicht oberhalb der Zielinflationsrate der russischen Zentralbank von 4,0%.²² Im Jahr 2020 reduzierte sich die Inflationsrate auf 3,4%. Für 2021 wird eine Inflationsrate von 4,5% prognostiziert. Langfristig tendiert die Inflationsrate zu 4,0%.²³
103. In China war in den Jahren 2013 bis 2015 ein Rückgang der Inflationsrate von 2,6% auf 1,4% festzustellen. Nach dieser rückläufigen Entwicklung stieg die Rate ab dem Jahr 2016 erneut an und betrug im Jahr 2019 2,9%, bevor analog zur weltweiten Entwicklung eine erneute Minderung der Inflationsrate auf 2,4% notiert wurde. Im Gegensatz zur Prognose des globalen Verbraucherpreisindex erwartet China ein weiteres Abschwächen der Inflationsrate auf 1,2% im Jahr 2021, welches ab dem Jahr 2024 bei 2,0% liegen soll.²⁴

2.3.3.3. Fazit

104. Die Analyse des realen, durch den IWF prognostizierten BIP-Wachstums zeigt in Anbetracht der signifikanten wirtschaftlichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie in den relevanten Absatzmärkten von VTG im Jahr 2020 deutlich negative reale Wachstumsraten. Einzig in China konnte positives reales Wirtschaftswachstum verzeichnet werden. In Bezug auf Inflationsraten lässt sich feststellen, dass diese im Jahr 2020 in einer Bandbreite von 0,7% bis 3,4% lagen. Insgesamt werden auf Basis der makroökonomischen Analysen langfristig reale Wachstumsraten von rd. 1,1% bis 4,9% sowie jährliche Preissteigerungen zwischen 1,9% und 4,0% in den relevanten Absatzmärkten von VTG prognostiziert. Hierbei können zukünftige Krisenphasen und exogene Schocks, insbesondere durch die Covid-19-Pandemie ausgelöst, auftreten, die nicht unmittelbar in den dargestellten Prognosen enthalten sind und die Wachstumserwartungen dämpfen.
105. Die Thematik der durchschnittlichen nominalen Wachstumserwartungen wird in Kapitel 4.5 zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse wieder aufgegriffen. Hierbei gilt es insbesondere zu analysieren, inwiefern die Möglichkeit besteht, inflationsbedingte Kostensteigerungen mittels Preissteigerungen umsatzterlöseseitig an die Kunden weiter

²² Vgl. <https://www.cbr.ru/eng/>, Stand vom 15. April 2021.

²³ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

²⁴ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2021

zu geben. Ebenso sind die Besonderheiten des jeweiligen Markt- und Wettbewerbsumfelds der verschiedenen Länder, in denen VTG aktiv ist, zu würdigen.

106. Neben der Entwicklung des makroökonomischen Umfelds wird daher im Folgenden auch die wirtschaftliche Lage der für VTG relevanten Geschäftsaktivitäten analysiert. Die Situation und die Entwicklung dieser Branchen ist ein weiterer Indikator zur Abschätzung des zukünftigen nominalen Wachstumspotentials von VTG.

2.3.4. Markt- und Wettbewerbsumfeld

107. Im nachfolgenden Kapitel wird das Markt- und Wettbewerbsumfeld von VTG dargestellt. Die Tätigkeiten von VTG erstrecken sich auf die Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tankcontainerlogistik. Diese Geschäftsbereiche sind überwiegend dem übergeordneten Markt des Schienengüterverkehrs zuzuordnen. Vor diesem Hintergrund wird der Fokus auf den gesamten Markt für Schienengüterverkehr gerichtet, wobei im Folgenden ebenfalls einzelne Segmente näher betrachtet werden.

Global

108. Der globale Logistikmarkt konnte im Jahr 2019 ein Marktvolumen i.H.v. USD 5.303 Mrd. vorweisen. Dabei fiel der größte Anteil auf den Asiatisch-Pazifischen Raum mit einem Volumen i.H.v. USD 2.449 Mrd. (46,2% des globalen Volumens). Der Logistikmarkt in Nordamerika hat mit USD 1.116 Mrd. (21,0% des globalen Volumens) eine ähnliche Größe wie der Logistikmarkt in Europa mit USD 1.030 Mrd. (19,4% des globalen Volumens). Restliche Regionen trugen mit USD 708 Mrd. bzw. 13,4% zum globalen Logistikmarkt bei. Das globale Marktvolumen wird Einschätzungen vor der Covid-19-Pandemie zufolge bis 2025 auf eine Größe von USD 7.037 Mrd. wachsen. Der Asiatisch-Pazifische Raum wird dabei voraussichtlich die wachstumsstärkste Region (CAGR: 6,2%) sein, während für Europa (CAGR: 3,5%) und Nordamerika (CAGR: 3,7%) eine niedrigere Wachstumsentwicklung erwartet wird.²⁵
109. Zum Gesamtvolumen des weltweiten Logistikmarkts im Jahr 2019 trägt der Schienengüterverkehr mit einem Umsatz von USD 355 Mrd. bei. Dieser verteilt sich auf Europa (USD 75 Mrd.), Nordamerika (USD 85 Mrd.), Asien-Pazifik (USD 172 Mrd.) und den Rest der Welt (USD 23 Mrd.).²⁶ Bis zum Jahr 2025 wird ein Wachstum des weltweiten Schienengüterverkehrs i.H.v. 3,2% (CAGR) auf ein Marktvolumen von USD 429 Mrd. angenommen (vor der Covid-19-Pandemie). Dazu tragen Europa mit 1,9%, Nordamerika mit 2,4%, Asien-Pazifik mit 4,5% und der Rest der Welt mit 0,7% bei. Die globale Transportleistung im Schienengüterverkehr entsprach 2018 rd. 11.541 Mrd. Tonnenkilometern.²⁷ Davon wurden ca. 69% des Gütertransports innerhalb

²⁵ Vgl. VTG Information (Primärquelle: Transparency Mkt. Res, Transport Intelligence, TechNavio, Yano Institute, Japan Institute of Logistics Systems, Japan Association for Logistics and Transport, IMF, World Bank, Expert interviews)

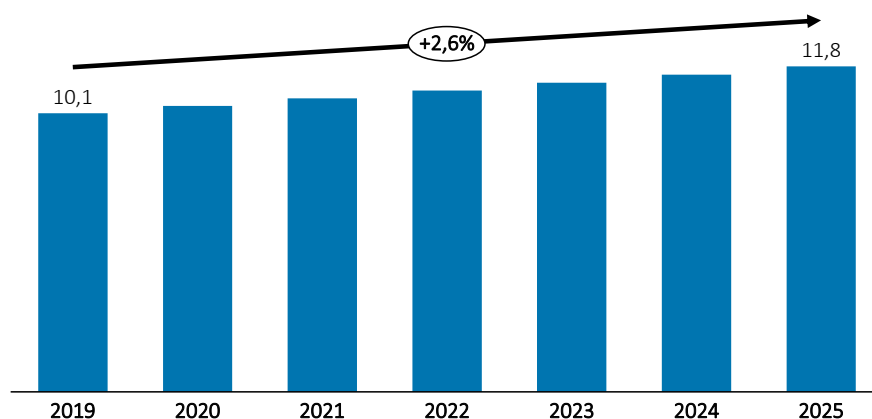
²⁶ Vgl. VTG Information (Primärquelle: Transparency Mkt. Res, Transport Intelligence, TechNavio, Yano Institute, Japan Institute of Logistics Systems, Japan Association for Logistics and Transport, IMF, World Bank, Expert interviews)

²⁷ Tonnenkilometer (tkm): Maßeinheit für Verkehrsleistung; Produkt aus zurückgelegten Kilometern und beförderter Gütermenge in Tonnen

Chinas (25%), Russlands (22%) und den USA (22%) transportiert. Die europäischen Länder hatten mit rd. 4% einen vergleichsweise geringen Anteil an der weltweiten Schienengütertransportleistung.²⁸

110. Als Teilmarkt des Schienengüterverkehrs, betrug das weltweite Marktvolumen für Waggonvermietungen im Jahr 2019 USD 10,1 Mrd. und wird prognosegemäß bis zum Jahr 2025, mit einer jährlichen Wachstumsrate von 2,6%, auf ein Volumen i.H.v. USD 11,8 Mrd. ansteigen. Weltweit sind verschiedene Infrastrukturprojekte geplant, die sowohl den europäischen als auch den globalen Ausbau des Schienengüterverkehrs vorantreiben werden (bspw. Seidenstraße zwischen China und Europa). So tragen die Verordnungen im Rahmen der transeuropäischen Verkehrsnetze (TEN-V) dazu bei, bis 2030 grenzüberschreitende Verbindungen im europäischen Kernnetz zu optimieren. Dazu werden neun Korridore gebildet, welche die wichtigsten Langstreckenrouten abbilden.²⁹ Im asiatischen Raum kann der Eisenbahnverkehr helfen, die schwierigen Straßenbedingungen zu bewältigen.³⁰

Marktvolumen im Markt für Waggonvermietung, weltweit (2019 – 2025 in USD Mrd.)³¹



Europa

111. In Europa betrug die Transportleistung des Schienengüterverkehrs im Jahr 2019 rd. 289 Mrd. Tonnenkilometer. Maßgebliche Transportgüter waren Bergbauerzeugnisse (19,6%), Mineralölprodukte (15,3%), Metallwaren (15,1%) sowie Kohle, Öl und Gas (14,7%).³² Bis zum Jahr 2025 wird ein Wachstum der europäischen Gütertransportleistung auf rd. 302 Mrd. Tonnenkilometer erwartet. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 0,6%. Dieses Wachstum wird hauptsächlich durch den Transport von Chemikalien (2,0% CAGR) sowie

²⁸ Vgl. VTG Information (Primärquelle: Transparency Mkt. Res, Transport Intelligence, TechNavio, Yano Institute, Japan Institute of Logistics Systems, Japan Association for Logistics and Transport, IMF, World Bank, Expert interviews)

²⁹ Vgl. BMVI - Transeuropäische Verkehrsnetze (TEN-V)

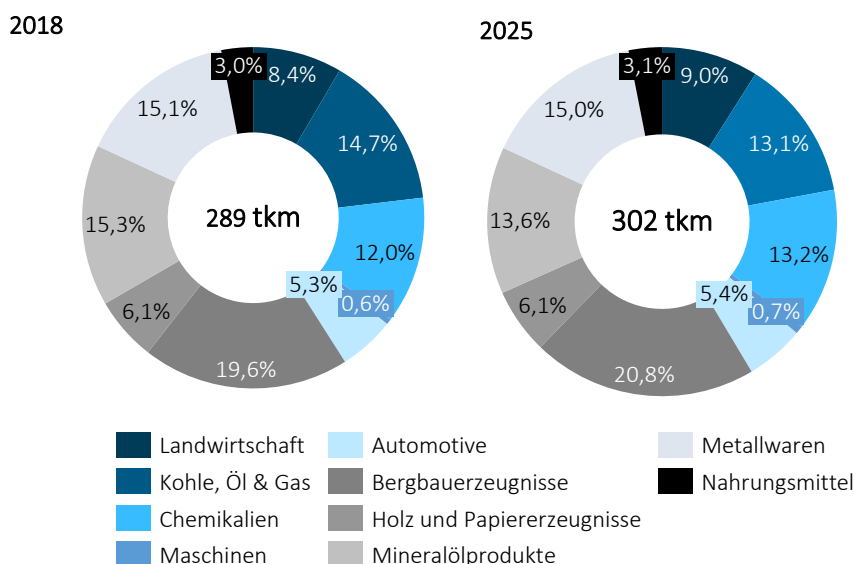
³⁰ Vgl. Touax: Presentation Results FY 2020

³¹ Vgl. MarketQuest; Global Railcar Leasing Market 2020, Daten wurden vor der Covid-19-Pandemie erhoben.

³² Vgl. Eurostat; HIS

Bergbauerzeugnissen (1,5% CAGR) getrieben. Der Transport von Kohle, Öl und Gas (-1,0% CAGR) sowie von Mineralölprodukten (-1,0% CAGR) wird in Zukunft als rückläufig eingeschätzt.

Verkehrsleistung im Schienengüterverkehr in Europa nach Industrien 2018 und 2025 (Anteil an der Transportleistung in Mrd. Tonnenkilometern) ³³



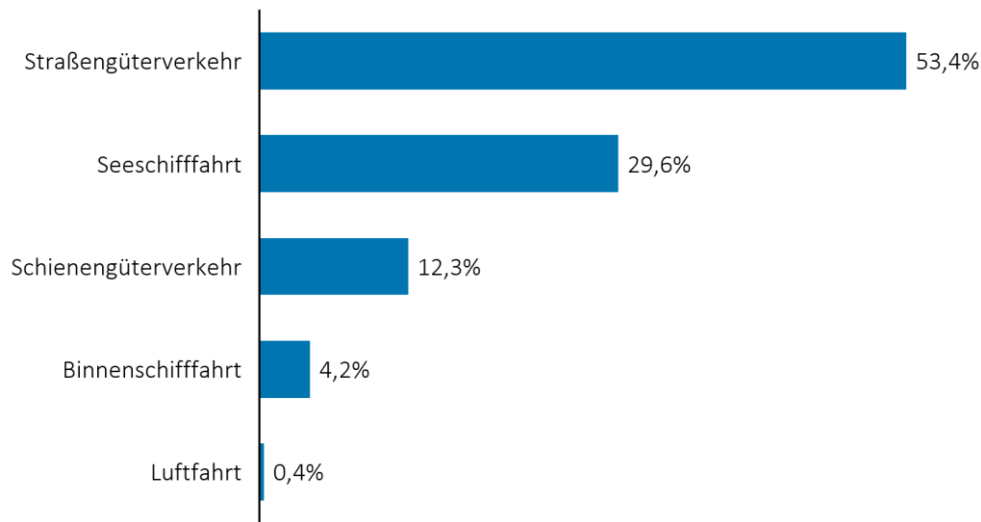
112. Unter den verschiedenen Verkehrsträgern lag der Anteil des Schienengüterverkehrs an der europäischen Gütertransportleistung im Jahr 2019 bei 12,3%. Dieser Anteil liegt deutlich hinter den Hauptverkehrsträgern Straßengüterverkehr (53,4%) und Seeschifffahrt (29,6%). Der europäische Markt für Waggonvermietung betrug im Jahr 2019 USD 1,3 Mrd. und wird Studien zufolge bis zum Jahr 2024 auf USD 1,6 Mrd. ansteigen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 4,3% (CAGR) entspricht. ³⁴ Ein wichtiger Wachstumstreiber ist u.a. der zunehmende internationale Handel binnen kleinerer Ländergruppen, wie in Südosteuropa. Im Kontext der europäischen Förderung des Schienenverkehrs könnten insbesondere solche Regionen deutliches Wachstumspotential vorweisen. ³⁵

³³ Vgl. Eurostat; HIS

³⁴ Vgl. Technavio: Railcar Leasing Market in Europe

³⁵ Vgl. mordorintelligence.com: Rail Freight Transport Market

Verteilung des Güteraufkommens in Europa nach Verkehrsträgern 2019
(Anteil an der Transportleistung) ³⁶



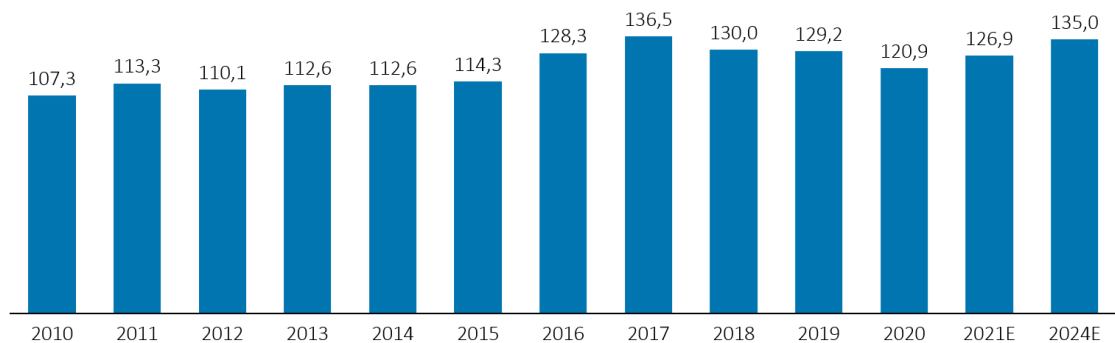
Deutschland

113. In Deutschland hat sich sowohl die Transportleistung als auch der erzielte Markturnsatz in der Gesamtbetrachtung der Jahre 2010 bis 2019 signifikant erhöht. In den Jahren 2010 bis 2019 ist die Transportleistung in Deutschland um 2,1% jährlich (CAGR) auf 129,2 Mrd. Tonnenkilometer gestiegen. Im Jahr 2020 wurde aufgrund der Covid-19-Pandemie ein deutlicher Rückgang der Transportleistung um 6,4% auf 120,9 Mrd. Tonnenkilometer verzeichnet, was im Wesentlichen auf rückläufige Stahl- und Fahrzeugtransporte zurückzuführen ist. Laut Prognosen soll ein Großteil (50% bis 75%) der im Jahr 2020 durch die Covid-19-Pandemie verringerten Transportleistung bereits im Jahr 2021 wieder aufgeholt werden, da sich insbesondere die Stahl-, Eisen-, Erz- und Fahrzeugindustrien erholen werden. Zudem soll sich die Senkung der Trassenpreise aus dem Jahr 2019, die erst allmählich an die Kunden weitergegeben wird, positiv auswirken. Bis zum Jahr 2024 soll sich die Transportleistung wieder auf bis zu 135,0 Mrd. Tonnenkilometer erhöhen, was ab 2020 einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum der Transportleistung im Schienengüterverkehr von 2,8% entspricht. Dementsprechend soll das Vorkrisenniveau im Jahr 2024 um 4,5% übertroffen werden. Der Anteil des Schienengüterverkehrs an der gesamten Transportleistung soll weiter konstant bleiben.³⁷

³⁶ Vgl. Eurostat: Europäischer Güterverkehr - Modal Split nach Verkehrsträgern

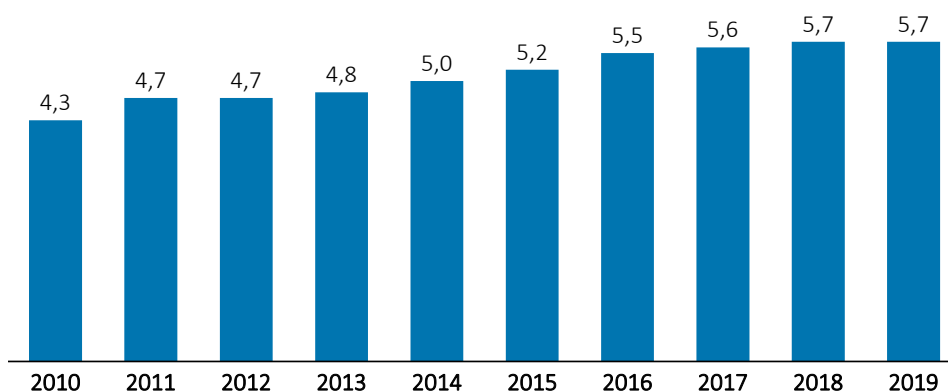
³⁷ Vgl. Bundesamt für Güterverkehr: Gleitende Mittelfristprognose für den Güter- und Personenverkehr (Winter 2020/21)

Transportleistung von Eisenbahnen im Güterverkehr in Deutschland (in Mrd. Tonnenkilometer) ³⁸



114. Der erzielte Umsatz in Deutschland wuchs im gleichen Zeitraum (2010-2019) um jährlich durchschnittlich 3,2% auf EUR 5,7 Mrd. Diese Entwicklung übertrifft die der Europäischen Union, welche im selben Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Transportleistung von 1,0% erzielen konnte.

Umsatz des Schienengüterverkehrs in Deutschland (in EUR Mrd.) ³⁹

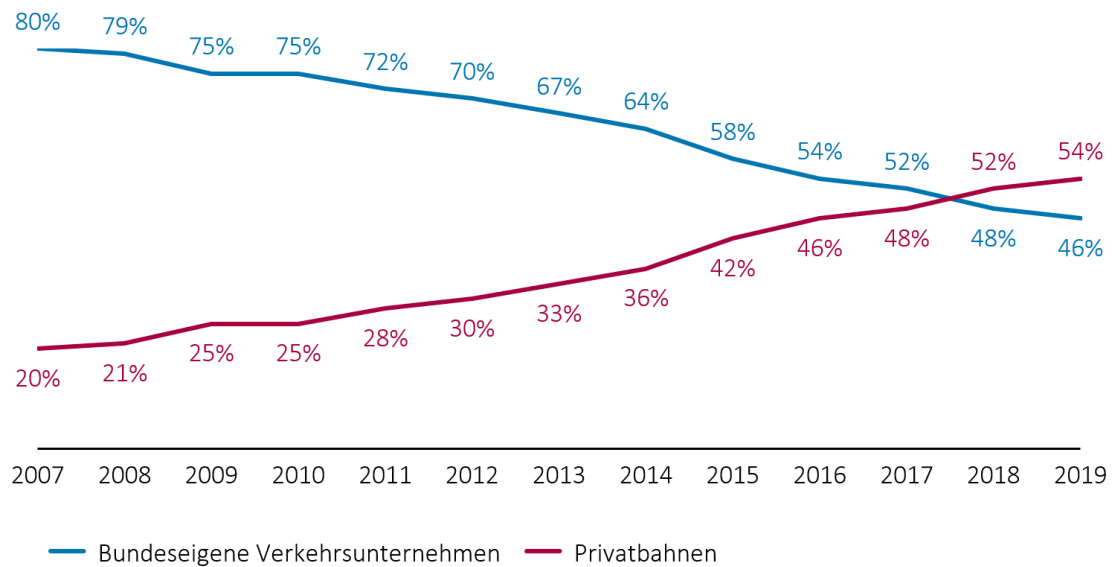


115. Ein ausschlaggebender Grund für dieses leichte Wachstum ist die sukzessiv geplante Liberalisierung des Schienengüterverkehrs in Deutschland, die steigende Wettbewerbsintensität und die damit einhergehende Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Eisenbahn im gesamten Gütertransportmarkt. Während in Deutschland der Marktanteil der staatlichen Bahnunternehmen im Jahr 2007 noch 80% betrug, konnte der Marktanteil privater Verkehrsunternehmen 2019 einen Anteil i.H.v. 54% erzielen und somit den jahrelang steigenden Trend fortsetzen und zum zweiten Mal in Folge den Anteil der bundeseigenen Unternehmen übertreffen.

³⁸ Vgl. Statistisches Bundesamt: Transportleistung der Eisenbahnen im Güterverkehr in Deutschland bis 2024

³⁹ Vgl. Bundesnetzagentur: Umsatz des Schienengüterverkehrs in Deutschland bis 2019

Marktanteile von Bahnunternehmen im deutschen Schienengüterverkehr ⁴⁰



Russland/Asien

116. Die Streckenlandschaft zwischen Europa und China teilt sich grundsätzlich in nordeurasische und südeurasische Bahnstrecken auf. Die Strecken im Norden verlaufen in nördlicheren Regionen wie Russland und Kasachstan und sind etablierter als die südlichen Strecken, da die südlichen Routen durch viele Grenzübergänge und Verkehrsmittelwechsel vor Herausforderungen in Bezug auf Zeit, Zuverlässigkeit und Preis stehen. Aktive Projekte und Initiativen zur Etablierung von südlichen Schienenverkehrsrouten sind CAREC (Central Asia Regional Economic Cooperation) von elf zentralasiatischen Ländern und TRACECA (Transport Corridor Europae-Caucasus-Asia) von der Europäischen Union und 12 weiteren Staaten aus Osteuropa, dem kaukasischen und zentralasiatischen Raum. Der Schienenverkehr zwischen China und Europa gewinnt insbesondere durch die Belt and Road Initiative (BIR) der chinesischen Regierung an Bedeutung. Umgangssprachlich wird auch von der Seidenstraße des 21. Jahrhunderts gesprochen, da Verkehrswege der ursprünglichen Seidenstraße durch den Mittelmeerraum, Zentralasien und Ostasien wiederbelebt werden. Das Projekt wird von 65 Ländern aus Europa, Asien und dem mittleren Westen unterstützt. Im Rahmen der Initiative investiert die chinesische Regierung u.a. in Bahnstrecken und Straßen mit dem Ziel, das Wirtschaftswachstum und den politischen und kulturellen Austausch zu verstärken. ⁴¹
117. Der Schienengüterverkehr zwischen Europa und China wird zunehmend wichtiger, da sich die Lieferzeiten im Gegensatz zur Seefracht deutlich verkürzen und die Zuverlässigkeit in den letzten Jahren zugenommen hat. Bis 2027 wird für das Containervolumen auf Schienen zwischen China und Europa ein durchschnittliches jährliches Wachstum von etwa 15% prognostiziert. ⁴²

⁴⁰ Vgl. Bundesnetzagentur – Jahresbericht 2020, S.146

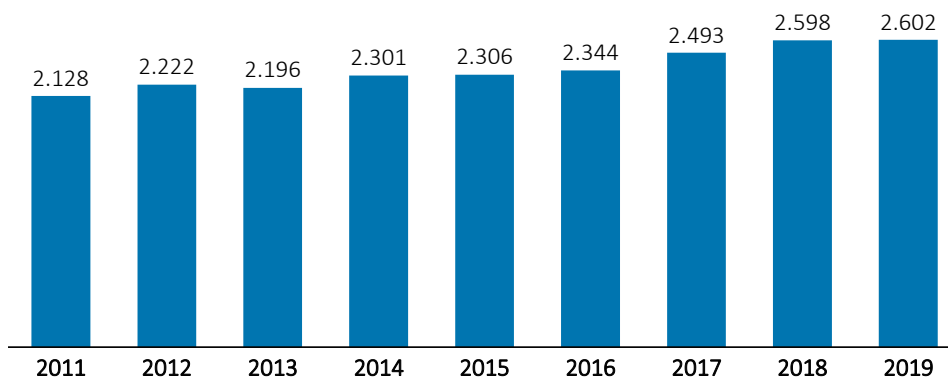
⁴¹ Vgl. IFO Institut - Megatrends im Welthandel: Die neue Seidenstraße (2019)

⁴² Vgl. Roland Berger – Eurasian rail Corridors Study (2017)

Das Wachstum wird insbesondere durch Verbesserungen bei der Infrastruktur und Terminals, dem Zoll und Transportfrequenzen ermöglicht. Durch die Covid-19-Pandemie wurde zudem der Frachttransport per Luft deutlich teurer, sodass viele Unternehmen auf den Schienenverkehr zwischen Europa und Asien auswichen. Dadurch stiegen die Umsätze des Sektors deutlich, Profiteure waren u.a. Russian Railways, China Railway, UTLC ERA und DB Cargo Eurasia.

118. Der russische Schienengüterverkehr ist von einem hohen Marktanteil privater Eisenbahnverkehrsunternehmen geprägt⁴³ und wurde in den vergangenen Jahren, neben der Covid-19-Pandemie, durch die beidseitigen Sanktionen zwischen der Russischen Föderation und westlichen Staaten negativ beeinflusst.⁴⁴ Nichtsdestotrotz hat die Transportleistung seit 2010 signifikant zugenommen und sich in diesem Zeitraum um durchschnittlich 2,2% p.a. gesteigert.⁴⁵ Aufgrund der großen Distanzen in Russland, die der Gütertransport bewältigen muss, nimmt der Schienengüterverkehr eine dominierende Position mit über 87% Marktanteil in Russland ein.⁴⁶ Nach den USA, verfügt Russland über die größte Anzahl an verfügbaren Waggons mit einer Gesamtflotte von über 1 Mio. Waggons.⁴⁷ Potentielle politische Spannungen mit westlichen Staaten könnten jedoch den überregionalen Schienengüterverkehr mittelfristig beeinträchtigen.

Transportleistung von Eisenbahnen im Güterverkehr in Russland (in Mrd. Tonnenkilometer) ⁴⁸



Nordamerika

119. In Nordamerika wird der gesamte Schienengüterverkehr von privaten Unternehmen bedient und ist von geringer Regulierung geprägt. Außerdem befinden sich rd. 46% der Waggonflotten

⁴³ Vgl. GATX: Company Overview 2021

⁴⁴ Vgl. VTG AG, Jahresabschluss 2020

⁴⁵ Vgl. Statista: Russia - ton-kilometers of freight transported by rail 2006-2019

⁴⁶ Vgl. Russian Railways, Annual Report 2017

⁴⁷ Vgl. VTG Information (Primärquelle: SCI Database)

⁴⁸ Vgl. Statista: Russia - ton-kilometers of freight transported by rail 2006-2019

im Besitz von Waggonvermietern.⁴⁹ Im Jahr 2020 konnte der Schienengüterverkehr in Nordamerika eine Transportleistung von 1,3 Mrd. Tonnenkilometern erzielen, was einem Marktanteil am gesamten US-amerikanischen Gütertransport von ca. 26% entspricht.⁵⁰ Die Verfügbarkeit von günstigem Fremdkapital resultiert mitunter darin, dass kapitalstarke Akteure (bspw. Banken in den USA) in den Markt durch Flottenerwerbe investieren und somit Kaufpreise gebrauchter Flotten erhöhen. Jedoch wurden in den letzten Jahren Überkapazitäten aufgebaut, die zu einem zusätzlichem Wettbewerbsdruck führen.⁵¹

Wettbewerb

120. Der europäische Markt des Schienengüterverkehrs wird einerseits charakterisiert vom Wettbewerb mit privaten sowie (ehemaligen) staatlichen Eisenbahnverkehrsgesellschaften und andererseits durch den Wettbewerb mit anderen Verkehrsmitteln, insbesondere dem Straßengüterverkehr. Nach eigenen Einschätzungen nimmt VTG in Europa eine führende Position sowohl im Markt für Waggonvermietung als auch der Schienenlogistik ein.
121. Die Hauptwettbewerber von VTG in der Geschäftsaktivität Waggonvermietung sind u.a. die Unternehmen Ermewa, GATX Rail Europe, Wascosa und Touax Rail. Die komplexen Kundenanforderungen hinsichtlich europaweiter Präsenz, Flottenverfügbarkeit und hoher Flottendiversifizierung sowie der kapitalintensive Aufbau einer konkurrenzfähigen Flotte stellen für den Wettbewerb hohe Herausforderungen dar.⁵²
122. Der europäische Schienenlogistikmarkt ist stark fragmentiert und daher hoch kompetitiv. Im Bereich der Schienenlogistik stellen DB Cargo, Rail Cargo Group, SNCF Logistics und PKP Cargo Group die größten Wettbewerber in Europa dar. Da der Schienengüterverkehr im starken Wettbewerb zum Straßengüterverkehr steht, besteht für die VTG AG ebenfalls Wettbewerbsdruck seitens der führenden Logistikunternehmen. Darunter fallen mitunter die Deutsche Post DHL Group sowie Kuehne + Nagel. Da der Wettbewerb im reinen Schienengüterverkehr durch die hohe Anzahl an regionalen Marktteilnehmern charakterisiert ist, bietet der Markt Chancen für überregionale Aktivitäten und attraktive Konsolidierungsmöglichkeiten.

Besonderheiten des Marktes für Schienengüterverkehr

123. Das signifikante Wachstum des E-Commerce ist ein wichtiger Treiber der strukturellen Veränderung des Frachtgutes von Massengütern zu Fertigerzeugnissen. Da in multimodalen Logistikanlagen prinzipiell auch Stückgüter bzw. kleinteilige Sendungen umgeschlagen werden können, könnte der multimodale Transport zukünftig über sogenannte Urban Hubs stattfinden, um die Schnittstelle zum innerstädtischen Wirtschaftsverkehr zu gewährleisten. Daraus wird sich ein entsprechender Investitionsaufwand für multimodale Hubs ergeben, mitunter für den Umschlag von Stückgütern, um kombinierte Verkehrslösungen zu ermöglichen. Der Schienengüter-

⁴⁹ Vgl. GATX: Company Overview 2021

⁵⁰ Vgl. Trinity Industries, IR Presentation 2020

⁵¹ Vgl. VTG AG, Jahresabschluss 2020

⁵² Vgl. VTG Information (Primärquelle: SCI Database)

terverkehr und im Speziellen der Markt für Schienenlogistik ist von konjunkturzyklischen Entwicklungen und der Nachfrage nach bestimmten Rohstoffen abhängig. Schwankungen der Rohstoffpreise können daher, insbesondere seitens Kunden aus den rohstoffverarbeitenden Industrien, die Auftragslage von Schienenlogistikern beeinflussen.⁵³ Strukturelle Veränderungen in einzelnen Märkten, wie die Konsolidierung der Chemie- und Mineralölindustrie, können darüber hinaus zu erhöhtem Preisdruck führen. Ferner ist der europäische Schienenlogistikmarkt relativ stark fragmentiert.

124. Der Schienengüterverkehr wird in Zukunft zunehmend von der Digitalisierung und der Automatisierung gekennzeichnet sein. Einerseits könnte der Investitionsbedarf für die Digitalisierung der Flotte sowie der erhöhte Effizienzdruck, welcher durch Internet-of-Things-Lösungen (bspw. Predictive Maintenance) vorangetrieben wird, viele Marktteilnehmer vor Herausforderungen stellen. Andererseits wird der Kundennutzen durch digitale Technologien wie Tracking & Tracing-Services, Stoß-Sensorik und die Zustandserkennung mittels Temperaturmessung erhöht und somit die Eisenbahn als Gütertransportmittel zur wettbewerbsfähigen Alternative. Darüber hinaus ist ein steigender Automatisierungsgrad der Betriebsabläufe festzustellen. Beispielsweise können Güterwaggons mit automatischen Kupplungen aus- und nachgerüstet werden. Diese ermöglichen die Überwachung des Kuppelzustands und automatisierte Kuppungsvorgänge. Zugbildungsvorgänge werden so deutlich beschleunigt.⁵⁴
125. Die steigenden Kundenanforderungen im B2B-Kontext werden auch entsprechend auf den Schienengüterverkehr projiziert. Dabei erhöhen sich gleichermaßen die Ansprüche an Qualität, Kosten und Zeit. Als qualitative Faktoren sind zunehmend Kundenanforderungen an End-to-end-Prozesse zu vernehmen, die dem Kunden eine Door-to-door-Lieferung ermöglichen. Diese Entwicklung geht mit der zunehmenden Digitalisierung einher. Daher ist zu erwarten, dass sich in Zukunft vermehrt „One-Stop-Shop“-Anbieter durchsetzen werden. Ebenso spielen zeitliche und kostengetriebene Faktoren eine tragende Rolle. Es ist eine steigende Erwartungshaltung hinsichtlich Pünktlichkeit, Transparenz und Flexibilität durch kürzere Mietdauern festzustellen. Insbesondere sind die Anforderungen an Preistransparenz gestiegen, welche mitunter durch eine kontinuierliche Professionalisierung der Einkaufsprozesse bedingt sind. Angesichts dieser Entwicklungen ist unter den Anbietern im Schienengüterverkehr ein umfassender Paradigmenwechsel zu erwarten, welcher der Kundenerfahrung eine zentrale Bedeutung beimisst.⁵⁵ Es ist bereits ein erhöhtes Investitionsvolumen in digitale Flottenausrüstungen festzustellen, welche auch eine zunehmende Informationsbereitstellung für Kunden ermöglichen.⁵⁶ Des Weiteren wird künftig der intermodale Verkehr von diesen Entwicklungen profitieren. Beispielsweise wird derzeit ein gemeinsames Netzwerk zwischen der DB Cargo AG und der Kombiverkehr KG ausgebaut, welches die Abfertigungsprozesse im Kombiverkehr von Schienen- und Straßengüterverkehr deutlich einfacher und schneller machen wird.⁵⁷

⁵³ Vgl. VTG AG, Jahresabschluss 2020

⁵⁴ Vgl. SYSTEM BAHN: Innovationen für die Zukunft der Fahrzeuge im Schienengüterverkehr

⁵⁵ Vgl. VTG Information

⁵⁶ Vgl. VTG AG: Digitale Flotte: IMT und VTG kooperieren bei Konnektivitätsausbau im Schienengüterverkehr

⁵⁷ Vgl. Logistik-Heute: Kombierter Verkehr: Spediteure und Bahn ziehen an einem Strang

126. Um die Attraktivität des Schienengüterverkehrs gegenüber konkurrierenden Verkehrsmitteln zu steigern, beteiligt sich die deutsche Bundesregierung im Rahmen der Trassenpreisförderung mit EUR 350 Mio. jährlich an der nationalen oder grenzüberschreitenden Güterbeförderung auf den Schienenwegen der DB Netz AG.⁵⁸ Trassenentgelte fallen bei der Nutzung des Schienennetzes, bspw. dem der DB Netz AG an. Im Jahr 2019 lag der durchschnittliche Preis je Trassenkilometer in Deutschland bei EUR 2,89.⁵⁹ Demgegenüber steht der Straßengüterverkehr mit Mautgebühren zwischen EUR 0,08 und EUR 0,18 pro Kilometer.⁶⁰ Auf europäischer Ebene konnte der durchschnittliche Trassenkilometer bereits von EUR 2,84 in 2015 auf EUR 2,31 in 2019 gesenkt werden.⁶¹ Die Konkurrenzfähigkeit des Schienengüterverkehrs wird damit wesentlich von der weiteren Reduktion der Trassenpreise und von der Erhöhung der LKW-Maut bestimmt.⁶² Die ab dem Jahr 2023 in Kraft tretende neue Eurovignetten-Richtlinie, welche die LKW-Maut auf europäischen Fernstraßen am CO₂-Ausstoß ausrichtet und auf Lastwagen ab 3,5 Tonnen (bisher 7,5 Tonnen) Gewicht ausweitet, wird den Straßengüterverkehr voraussichtlich mittelfristig signifikant beeinträchtigen. Es wird erwartet, dass für dieselgetriebene Schwerlastler die Maut um rd. 50% ansteigen wird.⁶³
127. Mittel- bis langfristig ist eine Verschiebung der Eigentümerstruktur der Waggonflotten zugunsten der Waggonvermietungsindustrie zu erwarten. Diese Verschiebung ist grundlegend davon getrieben, dass ältere Flottenbestände zwingend ersetzt werden müssen und aufgrund des hohen Investitionsbedarfs der Modernisierung die Waggonvermietungsaktivitäten zunehmen werden.⁶⁴ Im Jahr 2019 waren schätzungsweise 60% der europäischen Waggonflotten im Besitz (ehemaliger) staatlicher Eisenbahnverkehrsgesellschaften. Diese Waggonflotten sind insbesondere durch eine hohe Altersstruktur geprägt. Zudem war europaweit in der Vergangenheit ein starker Rückgang von Waggonflotten festzustellen, die direkt im Besitz von Unternehmen der Abnehmerindustrien liegen. Ost- und südosteuropäische Regionen weisen jedoch nach wie vor größere Flottenbestände im Industriebesitz vor. Hier wird eine starke Zunahme des Outsourcings von Logistikaktivitäten erwartet, die sich insbesondere positiv auf die Waggonvermietungsindustrie auswirken könnte. Darüber hinaus stellt der hohe Kapitalbedarf, der auch mit dem Aufbau einer wettbewerbsfähigen Flotte einhergeht, ebenso wie die geringen Produktionskapazitäten in der Waggonherstellung⁶⁵ eine hohe Markteintrittsbarriere dar.
128. Die EU fördert darüber hinaus mit verschiedenen verkehrspolitischen Maßnahmen die technische Harmonisierung des europäischen Eisenbahnnetzes und somit des gesamten Eisenbahnmarktes. Die technischen Unterschiede innerhalb des binneneuropäischen Eisenbahnnetzes und der signifikante organisatorische Aufwand erschweren die europaweite Marktliberalisierung und -harmonisierung. Beispielsweise sind zeitaufwendige Lokwechsel an den Landesgrenzen oder Betriebswechselbahnhöfen notwendig, falls die Lokomotiven nicht für die jeweiligen

⁵⁸ Vgl. BMVI: Marktuntersuchung Eisenbahn 2020, S. 49

⁵⁹ Ohne Verrechnung der Trassenpreisförderung

⁶⁰ Vgl. trans.info/de/neue-mautsaetze-ab-2019-das-bundesministerium-praesentiert-die-vorschlaege-90691

⁶¹ Vgl. BMVI: Marktuntersuchung Eisenbahn 2020, S. 104

⁶² Vgl. Kearney: Von der Autobahn auf die Schiene

⁶³ Vgl. Handelsblatt: EU einigt sich nach jahrelangen Verhandlungen bei Lkw-Maut

⁶⁴ Vgl. Aves ONE AG, Unternehmenspräsentation 2019, S.6

⁶⁵ Vgl. GATX: Company Overview 2021

landesspezifischen Streckennetze zugelassen sind oder nicht mit den geltenden Zugsicherungssystemen ausgerüstet sind. Ebenso kann ein Wechsel der Zugführer erforderlich sein, wenn diese die jeweilige Betriebssprache nicht beherrschen. Reformen zur Verringerung dieser Komplexität tragen, neben den Umweltvorteilen des Eisenbahnverkehrs, maßgeblich zur mittelfristigen Steigerung der Attraktivität des Schienengüterverkehrs in Europa bei.⁶⁶ Der elektrifizierte Anteil des europäischen Eisenbahnnetzes lag im Durchschnitt bei 55%.⁶⁷

129. Mit der Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Schienengüterverkehrs geht auch die Erreichung der Klimaschutzziele der EU einher. Um die festgelegten CO₂-Ziele zu erreichen, plant die EU die Erhöhung des Anteils vom Schienengüterverkehr am gesamten Gütertransport auf ca. 30% bis zum Jahr 2030, was mit einem Investitionsvolumen von über EUR 500 Mrd. einhergeht. Dies entspricht einer Verdopplung der Transportleistung des europäischen Schienengüterverkehrs bis 2030.⁶⁸ Das Pariser Abkommen, welches insbesondere in Europa eine drastische Reduktion der Treibhausgasemissionen bis 2050 vorsieht, wird die Attraktivität des gesamten Schienenverkehrs zusätzlich begünstigen.⁶⁹ Zusätzlich unterstützen innovative Transport- und Umschlagtechniken, bspw. um nicht-kranbare Sattelaufleger kranbar zu machen oder der Modal Shift, die Verlagerung des Gütertransports von der Straße auf die Schiene. Einschätzungen zufolge wird der Anteil des Intermodalverkehrs von 30% des europäischen Schienengüterverkehrs in 2018 auf 36% bis zum Jahr 2023 wachsen.⁷⁰

Markt für Tankcontainer

130. Der weltweite Markt der Tankcontainerlogistik wird maßgeblich durch die Nachfrage in der chemischen und petrochemischen Industrie bestimmt. Dieser Zustand wird prognosegemäß anhalten und die Nachfrage seitens der Chemieindustrie mittel- bis langfristig sogar um 4,0% p.a.⁷¹ zunehmen.⁷² In der Zeit von 2014 bis 2020 hat sich die weltweite Anzahl der Marktteilnehmer im Bereich der Tankcontainerlogistik von insgesamt 210 auf 255 erhöht, was einem Anstieg von 21,4% entspricht. Im selben Zeitraum hat sich der weltweite Flottenbestand an Tankcontainern von 385.200 im Jahr 2014 auf 652.350 Tankcontainer im Jahr 2020 entwickelt, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 9,2% entspricht. Dieser Anstieg spiegelt die Nachfrageverschiebung von der klassischen Verschiffung von Chemiefässern hin zum Transport von Tankcontainern wider. Diese Entwicklung wird insbesondere von den besseren Sicherheitsbedingungen und den Umweltvorteilen, bspw. aufgrund der Wiederverwendbarkeit von Tankcontainern, getrieben.⁷³

⁶⁶ Vgl. BMVI: Europäische Eisenbahnpolitik

⁶⁷ Vgl. BMVI: Marktuntersuchung Eisenbahn 2020, S. 103

⁶⁸ Vgl. VCO – Mobilität mit Zukunft: Wachstum des Gütertransports in EU braucht Bahnausbau

⁶⁹ Vgl. Bundesregierung: EU soll bis 2050 klimaneutral sein

⁷⁰ Vgl. SCI Freight Wagons Global Market Trends 2020

⁷¹ CAGR 2015-2030

⁷² Vgl. VTG Information (Primärquelle: CEFIC, Eurostat / Statista / VCI / ATK)

⁷³ Vgl. VTG Information (Primärquelle: 2020 Global Tank Container Survey International Tank Container Organization)

Regulatorik

131. Das regulatorische Umfeld in den relevanten Regionen und Marktsegmenten von VTG ist durch verschiedene Übereinkommen, Rechtsvorschriften und Vertragswerke geprägt. COTIF⁷⁴, das Übereinkommen über den internationalen Eisenbahnverkehr, findet Anwendung in Europa, den Maghreb-Staaten und im Nahen Osten. Mitunter wird dadurch der Abschluss und die Durchführung des Frachtvertrags, Inhalt des Wagenbriefs sowie die Haftung der Beförderer im internationalen Schienengüterverkehr geregelt. Der Allgemeine Vertrag für die Verwendung von Güterwagen (AVV)⁷⁵ regelt die Nutzung von Güterwagen auf dem Schienennetz der Mitgliedsbahnen sowie Rechte und Pflichten von Waggonhaltern und Bahnen. Es handelt sich dabei um ein multilaterales Vertragswerk mit über 600 Parteien aus 20 Ländern.⁷⁶ Ferner sind Regulierungen und Verordnungen, welche die Liberalisierung des Eisenbahnverkehrs sowie die Schaffung eines europäischen Schienennetzes anstreben, zu berücksichtigen. Die EU hat im Rahmen der Verordnung (EU) Nr. 913/2010 u.a. neun europäische Korridore festgelegt, um die Wettbewerbsfähigkeit des Schienengüterverkehrs im grenzüberschreitenden Transport zu erhöhen.⁷⁷ Das vierte Eisenbahnpaket der EU definiert verschiedene Richtlinien und Maßnahmen, welche die Liberalisierung sowie die Interoperabilität des gesamten Schienenverkehrs verbessern sollen.⁷⁸

Auswirkungen der Covid-19-Pandemie

132. Die Covid-19-Pandemie hatte signifikante und globale Auswirkungen auf den gesamten Gütertransport. Der europäische Schienengüterverkehr war jedoch im Vergleich zum globalen Markt für Schienengüterverkehr vergleichsweise weniger stark von der Pandemie betroffen. Laut der Bundesnetzagentur betrug der Rückgang der Verkehrsleistung im deutschen Schienengüterverkehr im 1. Halbjahr 2020 bereits ca. 9%. Der entstandene wirtschaftliche Schaden für den deutschen Eisenbahnmarkt im Gesamtjahr 2020 wird auf rd. EUR 2,5 Mrd. geschätzt.⁷⁹ Die weltweiten Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie haben zur regionalen sowie überregionalen Unterbrechung von Lieferketten geführt und die Nachfrage nach bestimmten Gütern und Rohstoffen stark beeinträchtigt. Die für den Güterverkehr bedeutende Industrieproduktion wurde nach dem bereits rückläufigen Jahr 2019 (-4,2%) auch im Jahr 2020 von der Covid-19-Pandemie massiv negativ beeinflusst und verzeichnete ein Minus von rd. 10%, was insbesondere durch Einbrüche in der Maschinenbau- und Automobilindustrie getrieben war. Auch in anderen für den Güterverkehr relevanten Industrien wurde der bereits im Jahr 2019 teilweise rückläufige Trend durch die Covid-19-Pandemie nochmals verschärft und führte zu einem weiteren Rückgang.⁸⁰ Diese Auswirkungen machen sich sowohl in der Waggonvermietung als auch

⁷⁴ Französisch: Convention relative aux transports internationaux ferroviaires

⁷⁵ Englisch: General Contract of Use for Wagons (GCU)

⁷⁶ Vgl. GCU Bureau, Abgerufen 30. Juni 2021, von gcubureau.org

⁷⁷ Vgl. Europäisches Parlament: Factsheet Schienenverkehr

⁷⁸ Vgl. Europäische Kommission: ec.europa.eu/germany/news/20201030-viertes-eisenbahnpaket_de

⁷⁹ Vgl. Bundesnetzagentur: Auswirkungen der Corona-Pandemie auf Unternehmen im deutschen Eisenbahnmarkt

⁸⁰ Vgl. Bundesamt für Güterverkehr: Gleitende Mittelfristprognose für den Güter- und Personenverkehr (Winter 2020/21)

der Schienenlogistik bemerkbar.⁸¹ Schätzungen zufolge ist der europäische Schienengüterverkehr jedoch im Vergleich zum globalen Markt für Schienengüterverkehr vergleichsweise weniger stark von der Pandemie betroffen.⁸² Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass sowohl der Straßengüterverkehr vor starken Herausforderungen stand (bspw. Grenzschießungen und erschwerte Grenzübergänge) als auch der Luftverkehr stark eingeschränkt wurde. Demgegenüber kam dem Schienenverkehr eine Schlüsselrolle in der Verbindung der europäischen Volkswirtschaften zu, sodass der Güterverkehr in Gang gehalten werden konnte.

133. Das Bundesamt für Güterverkehr ging vor Ausbruch der Covid-19-Pandemie für den Güterverkehr im Jahr 2020 noch von einem höheren Wachstum des Transportaufkommens und der Transportleistung als im Vorjahr aus. Inzwischen wird aufgrund der Covid-19-Pandemie für das Jahr 2020 ein Rückgang der Beförderungsmenge von 10,6% und der Transportleistung um 8,8% geschätzt. Im Schienengüterverkehr wird für das Jahr 2020 mit einem Einbruch der Transportleistung um 6,4% gerechnet. Hierzu tragen vor allem die rückläufigen Transporte von Metallzeugnissen und Fahrzeugen bei. Insgesamt wird geschätzt, dass im Jahr 2020 rund 30 Mio. Tonnen weniger Güter als noch 2019 transportiert wurden. Im Vergleich zur Prognose Anfang des Jahres 2020 fiel der Rückgang der Transportleistung nicht ganz so drastisch aus, sondern war um 2%- bis 3%-Punkte positiver.
134. Für das Jahr 2021 sind die Erwartungen aufgrund der anhaltenden Covid-19-Pandemie sehr unsicher. Dennoch wird für 2021 ein kräftiger Anstieg des gesamtmodalen Güterverkehrs i.H.v. 4% der Transportleistung erwartet. Im Schienengüterverkehr soll sich einerseits die gesamtwirtschaftliche Erholung, hier insbesondere die Stahl-, Eisen-, Erz- und Fahrzeugindustrie, sowie die Senkung der Trassenpreise aus dem Jahr 2019, die erst allmählich an die Kunden weitergegeben wird, positiv auswirken. Dadurch soll ein Großteil des Einbruchs im Schienengüterverkehr aus dem Jahr 2020 wieder wettgemacht werden. Dennoch soll sich der Schienengüterverkehr im Jahr 2021 noch um rund 2% unter Vorkrisenniveau befinden.

2.3.5. Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

135. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für die Plausibilitätsbeurteilung. Zunächst wird die unbereinigte historische Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage von VTG analysiert. In einem weiteren Schritt werden einerseits einmalige Geschäftsvorfälle bereinigt. Andererseits wird das gesamte Nordamerikageschäft aus der historischen Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz eliminiert. Das Nordamerikageschäft fließt aufgrund eines bereits angestoßenen Verkaufsprozesses separat als Sonderwert in die Bewertung ein. Die um Einmaleffekte und das Nordamerikageschäft bereinigte historische Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage von VTG wird dann zu Vergleichszwecken der konsolidierten Planungsrechnung für den Zeitraum 2021 bis 2023 und der strategischen Fortschreibung der Jahre 2024 und 2025 gegenübergestellt. Auf die verabschiedete Unternehmensplanung und deren bewertungstechnische Anpassungen für die Jahre 2021 bis 2023 sowie die Fortschreibung der Jahre 2024 und 2025 wird im Anhang

⁸¹ factmr.com: Railcar Leasing Market Size, Share, Forecast & Trend Analysis 2031

⁸² mordorintelligence.com: Rail Freight Transport Market

eingegangen. Wir stellen die Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage zunächst anhand der testierten Konzernabschlüsse von VTG für die Jahre 2018 bis 2020 dar.

2.3.5.1 Ertragslage

136. Die nachfolgende Übersicht stellt die unbereinigte Ertragslage von VTG für die Jahre 2018 bis 2020 nach IFRS dar.⁸³

Unbereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Unbereinigte Historie		
	2018	2019	2020
Gesamtleistung	1.069,2	1.224,1	1.217,4
davon Umsatzerlöse	1.072,6	1.220,7	1.218,3
Wachstum in %	-	13,8%	-0,2%
davon Bestandsveränderungen	-3,4	3,4	-0,9
Materialaufwand	-464,4	-454,1	-456,4
Rohertrag	604,8	770,0	761,0
in % der Gesamtleistung	56,6%	62,9%	62,5%
Personalaufwand	-112,3	-122,9	-128,9
Sonstige betriebliche Erträge	40,5	44,2	48,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-183,7	-178,9	-189,0
EBITDA	349,3	512,4	492,0
in % der Gesamtleistung	32,7%	41,9%	40,4%
Abschreibungen	-199,9	-281,5	-321,9
EBIT	149,4	230,9	170,1
in % der Gesamtleistung	14,0%	18,9%	14,0%
Finanzergebnis	-84,5	-84,3	-130,5
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	64,9	146,6	39,6
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassung Bereinigungen)	-	-	-
Ergebnis vor Ertragsteuern	64,9	146,6	39,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-19,4	-34,4	-17,7
Effektive Steuerquote (in %)	30,0%	23,4%	44,7%
Jahresergebnis	45,5	112,2	21,9
in % der Gesamtleistung	4,3%	9,2%	1,8%
Auf Minderheiten entfallendes Ergebnis	-	-	0,1

Beschreibung der unbereinigten historischen Ertragslage

137. Die Beschreibung der unbereinigten historischen Ertragslage der Jahre 2018 bis 2020 nehmen wir im Folgenden auf Ebene der einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung vor.
138. Die Umsatzerlöse resultieren bei VTG überwiegend aus der Vermietung von Eisenbahngüterwaggonen und Tankcontainern sowie aus Logistikdienstleistungen. Die Umsatzerlöse von VTG stiegen von EUR 1.073 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 1.218 Mio. im Jahr 2020. Dieser Anstieg resultiert mehrheitlich aus dem Jahr 2019, in dem mit einem Wachstum von 13,8% eine deutliche Umsatzsteigerung über alle Geschäftstätigkeiten hinweg erzielt wurde. Im Jahr 2020 hingegen stagnierten die Umsatzerlöse auf dem Niveau des Vorjahres (-0,2%).
139. In der Waggonvermietung konnte im Jahr 2019 sowohl organisches als auch anorganisches Wachstum durch die Übernahme der Nacco-Gruppe im Oktober 2018 realisiert werden. Während die Auslastung der eigenen und geleasten Flotte im Jahr 2019 mit 91,0% etwas geringer als im Vorjahr (91,3%) war, konnte die Flotte durch die Übernahme der Nacco-Gruppe um ca. 11.000 Waggonen erweitert werden. Der Effekt der Nacco-Übernahme zum Ende des Jahres

⁸³ Die Jahre 2018 bis 2020 sind unbereinigt dargestellt. Innerhalb der o.g. dargestellten Ertragslage beinhaltet der Posten „Gesamtleistung“ sowohl Umsatzerlöse als auch Bestandsveränderungen. Im Jahr 2019 und 2020 wurde die Umstellung auf IFRS 16 berücksichtigt. Entsprechende pro forma Werte wurden durch die VTG für das Jahr 2018 nicht erstellt.

2018 schlug sich in den Umsatzerlösen erst im Jahr 2019 vollständig nieder. In der Schienenlogistik wurde ebenfalls ein deutlicher Umsatzanstieg im Jahr 2019 erzielt. Dieser war durch die Gewinnung von Neugeschäft ausschließlich mengengetrieben. Gleichzeitig herrscht in der Schienenlogistik starker Preisdruck durch intensiven Wettbewerb mit anderen Verkehrsträgern sowie den Markteintritt neuer Anbieter. Im Bereich Tanktainer konnte lediglich ein geringer Umsatzanstieg verzeichnet werden, da sich hier die Auswirkungen des international Handelskonflikts sowie der abschwächenden Weltkonjunktur bemerkbar machten.

140. Der leichte Umsatzrückgang im Jahr 2020 ist hauptsächlich auf eine verringerte Auslastung der eigenen und geleasten Waggons von von 89,2% (Vorjahr 91,0%) sowie verschlechterte Mietraten aufgrund der Covid-19-Pandemie und teilweise einer Umstellung der Kundenverträge zurückzuführen. Der Bereich Schienenlogistik war besonders stark von den negativen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie betroffen. Des Weiteren kam es in der Projektlogistik durch verzögerte und annullierte Projekte und im Bereich Tanktainer durch den internationalen Handelskonflikt sowie einer abgeschwächten Weltkonjunktur zu Umsatzeinbußen. Diese Effekte konnten teilweise durch eine Umsatzsteigerung aufgrund umfangreicher Investitionen in die Waggonflotte im Vorjahr sowie durch die Unternehmensübernahme der Zelos spol. s r.o. sowie den Mehrheitserwerb an der Retrack Slovakia, s.r.o ausgeglichen werden.
141. Im Folgenden werden die Umsatzerlöse der VTG anhand der einzelnen Geschäftsaktivitäten analysiert:

Umsatzerlöse in EUR Mio.	Historie		
	2018	2019	2020
VTG	1.072,6	1.220,7	1.218,3
Wachstum in %		13,8%	-0,2%
Vermietung	519,6	616,9	597,3
Wachstum in %	n.a.	18,7%	-3,2%
Anteil in %	48,4%	50,5%	49,0%
Logistik	489,4	532,9	511,0
Wachstum in %	n.a.	8,9%	-4,1%
Anteil in %	45,6%	43,7%	41,9%
Sonstige	63,5	70,9	110,0
Wachstum in %	n.a.	11,7%	55,1%
Anteil in %	5,9%	5,8%	9,0%

142. Im Jahr 2019 betrugen die Umsatzerlöse aus Vermietungsaktivitäten EUR 617 Mio., was einem Anteil am Gesamtumsatz von rd. 51% entspricht. Der wesentliche Anteil der Umsatzerlöse aus Vermietungsaktivitäten wird durch Rail Europe erzielt, der in 2019 insbesondere durch die Erweiterung der Waggonflotte im Rahmen der Nacco-Übernahme geprägt war. Des Weiteren tragen Rail UK, Rail Russia und Rail North America zu den Umsatzerlösen aus Vermietung bei, die im Jahr 2019 jeweils deutliche Umsatzanstiege verzeichneten. Auch die Vermietungsaktivitäten von Tankcontainern entwickelten sich im Jahr 2019 positiv.
143. Im Jahr 2020 waren um 3,2% rückläufige Umsatzerlöse in der Vermietung zu beobachten. Einzig bei Rail UK wurden auch in 2020 konstante Umsatzerlöse verzeichnet, während alle anderen

Regionen negativ von der Covid-19-Pandemie beeinflusst waren. In sämtlichen Geschäftsfeldern war eine rückläufige Auslastung zu beobachten mit Ausnahme von Rail Russia, wo trotz der Covid-19-Pandemie die Auslastung gesteigert werden konnte.

KPIs: Eigene und geleaste Waggonflotte

	Unbereinigte Historie		
	2018	2019	2020
Größe Waggonflotte Ø (in # Wagen)	72.415	81.199	80.434
Auslastung Ø (in %)	91,3%	91,0%	89,2%

144. Die durchschnittliche Waggonflotte der VTG wurde im Jahr 2019 bei relativ konstanter Auslastung deutlich ausgebaut, was insbesondere auf die Nacco-Übernahme und zu einem geringeren Teil auf die Erweiterung der Waggonflotte in Großbritannien, Russland und Nordamerika zurückzuführen war. Im Jahr 2020 wurde die Waggonflotte nicht erweitert, da die Unsicherheit im Kontext der Covid-19-Pandemie groß war, sodass die Investitionstätigkeit heruntergefahren wurde. Die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 sind auch in einer um 1,8%-Punkte geringeren Auslastung ersichtlich.
145. Die Umsatzerlöse aus Logistikaktivitäten trugen im Jahr 2019 mit EUR 533 Mio. rd. 44% zu den gesamten Umsatzerlösen bei. Die Umsatzerlöse der Logistikaktivitäten sind größtenteils mengengetrieben und verzeichneten im Jahr 2020 einen Rückgang von 4,1%, der deutlicher ausfiel als der Rückgang der Umsatzerlöse aus Vermietung. Grund hierfür ist, dass die Logistikaktivitäten generell stärker auf konjunkturelle Veränderungen reagieren und entsprechend spürbarer von den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie betroffen war.
146. Die sonstigen Umsatzerlöse betrugen im Jahr 2019 rd. EUR 71 Mio. und entwickelten sich im Jahr 2020 positiv auf EUR 110 Mio., was einerseits auf einen Anstieg der Umsätze der Reparatur- und Instandhaltungswerkstätten und andererseits auf eine deutliche Erhöhung von Weiterbelastungen, bspw. aufgrund frühzeitiger Rückgaben von gemieteten Waggons, zurückzuführen ist.

147. In der folgenden Darstellung sind die Umsatzerlöse von VTG nach Vorstandsressorts bzw. Geschäftsfeldern dargestellt:

Umsatzerlöse in EUR Mio.	Historie		
	2018	2019	2020
VTG	1.072,6	1.220,7	1.218,3
Wachstum in %		13,8%	-0,2%
Europe	825,8	910,2	929,0
Wachstum in %		10,2%	2,1%
Anteil in %	77,0%	74,6%	76,3%
UK & North America	62,1	79,6	75,4
Wachstum in %		28,1%	-5,2%
Anteil in %	5,8%	6,5%	6,2%
Eurasia & Far East	184,7	230,9	213,9
Wachstum in %		25,0%	-7,4%
Anteil in %	17,2%	18,9%	17,6%

148. Auf Ebene der Vorstandsressorts stellen sich die Umsatzerlöse folgendermaßen dar: Sämtliche Vorstandsressorts trugen im Jahr 2019 zur positiven Umsatzentwicklung bei, wobei das Vorstandsressort Europe als insgesamt größtes Ressort mit einem Umsatzanteil von 76% und einem Umsatzplus von EUR 84 Mio. der maßgebliche Wachstumstreiber war. Insbesondere das Geschäftsfeld Rail Europe profitierte von der Übernahme der Nacco-Gruppe zum Ende des Jahres 2018. Hieraus konnte auch Rail UK die Umsatzerlöse um 34,2% in 2019 steigern, was zu dem Gesamtwachstum von UK und North America i.H.v. 28,1% beitrug. Dies resultiert aus einer signifikanten Ausweitung der Waggonflotte und einer höheren Auslastung als im Vorjahr. Eine ebenso positive Entwicklung konnte Eurasia & Far East mit einem Wachstum i.H.v. 25,0% verzeichnen. Hier wirkten sich im Geschäftsfeld Rail Russia Steigerungen des Mietpreises aufgrund hoher Nachfrage sowie der Ausbau der Flotte aus.
149. Die stabile Entwicklung der Umsatzerlöse im Jahr 2020 ist primär durch die positive Entwicklung des umsatzstärksten Vorstandsressorts Europe begründet, welches einen Anstieg um 2,1% auf EUR 929 Mio. verzeichnete. Sowohl Rail Europe mit einem Wachstum von 3,1% als auch Rail Logistics Europe mit einem Wachstum von 0,4% konnten trotz der Covid-19-Pandemie die Umsatzerlöse ausweiten und zu einer soliden Entwicklung im Kernmarkt Europa durch das belastbare Geschäftsmodell beitragen. Im Bereich Rail Europe wurde zwar eine geringere Auslastung in der Waggonvermietung verzeichnet, jedoch wurde dies durch höhere Umsatzerlöse in den Reparatur- und Wartungswerkstätten ausgeglichen. In den Geschäftsfeldern UK & North America sowie dem Vorstandsressort Eurasia & Far East wurden pandemiebedingt rückläufige Umsatzerlöse im Jahr 2020 verzeichnet.
150. Die Bestandsveränderungen resultieren aus den Eisenbahnreparaturwerken und dem Neubauwerk und bewegen sich im dargestellten Zeitraum zwischen EUR +3 Mio. und EUR -3 Mio.
151. Der Materialaufwand reduzierte sich von EUR 464 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 454 Mio. in 2019 und stieg daraufhin leicht auf EUR 456 Mio. im Jahr 2020. Dies entspricht einer Verbesserung

der Materialaufwandsquote von 43,3% auf 37,1% und einen leichten Anstieg auf 37,5% im gleichen Zeitraum. Dieser Rückgang ist im Wesentlichen auf die erstmalige Anwendung von IFRS 16 im Jahr 2019 zurückzuführen, wodurch Leasingaufwendungen nicht mehr oberhalb des EBITDA in der GuV erfasst werden. Stattdessen erfolgt eine Aktivierung des Nutzungsrechts und der Ausweis der Leasingverbindlichkeit mit entsprechenden Abschreibungen und Zinsaufwendungen in der GuV. Der IFRS 16-Effekt in Bezug auf die Materialaufwandsquote beträgt 4,7%-Punkte bzw. EUR 58 Mio. im Jahr 2019. Die weitere Verbesserung der Materialaufwandsquote um 1,6%-Punkte im Jahr 2019 ist v.a. durch einen unterproportionalen Anstieg der Aufwendungen für Frachten und der Mietaufwendungen aufgrund des etwas geringeren Wachstums im Geschäftsbereich Schienenlogistik begründet. Der Großteil des Materialaufwands entsteht im Geschäftsbereich Schienenlogistik, da hier unter den Aufwendungen für Frachten die variablen Transportkosten im Zusammenhang mit den Logistikdienstleistungen anfallen, die in direktem Zusammenhang mit den Umsatzerlösen stehen und gleichzeitig den größten Block innerhalb der Materialaufwendungen darstellen.

152. Der Personalaufwand erhöhte sich im dargestellten Zeitraum kontinuierlich von EUR 112 Mio. in 2018 über EUR 123 Mio. in 2019 auf EUR 129 Mio. im Jahr 2020. Damit lag die Personalaufwandsquote relativ konstant zwischen 10,0% und 10,6%. Die durchschnittliche Mitarbeiterzahl stieg von 1.562 im Jahr 2018 auf über 1.690 in 2019 bis auf 1.952 im Jahr 2020. Obwohl die durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter aufgrund des Mehrheitserwerbs an Retrack Slovakia s.r.o. sowie des 100%-Erwerbs an dem slowakischen Wartungsunternehmen Zelos spol. S.r.o. im Jahr 2020 um 15,5% stieg, war lediglich ein Anstieg des Personalaufwands von 4,9% zu verzeichnen. Dies ist auf das relativ niedrige Lohnniveau in der Slowakei zurückzuführen, dort liegen die Löhne um ca. 50% unter den Löhnen in Deutschland. Zudem wurden Abfindungszahlungen u.a. im Zusammenhang mit der Übernahme der Nacco gezahlt.
153. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen reduzierten sich zunächst von EUR 184 Mio. in 2018 auf EUR 179 Mio. im Jahr 2019 und stiegen daraufhin auf EUR 189 Mio. im Jahr 2020. Dies entspricht einem schwankenden Verlauf der sonstigen betrieblichen Aufwandsquote zwischen 14,6% und 17,2%. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bestehen zum überwiegenden Teil (zwischen 52% und 61%) aus Aufwendungen für Reparaturen und Betriebsmittelbedarf. Diese stiegen im Jahr 2019 von EUR 96 Mio. auf EUR 109 Mio. aufgrund der Aufnahme der Nacco und verringerten sich in 2020 wiederum auf EUR 99 Mio. u.a. aufgrund gestiegener aufwandsmindernder Aktivierungen von Umrüstungsaufwendungen, bspw. für den Einbau leiser Bremssohlen in Waggons in der Schweiz und in Deutschland. Nach dem Schienenlärmschutzgesetz (Gesetz zum Verbot des Betriebs lauter Güterwagen) ist das Fahren oder Fahrenlassen lauter Güterzüge auf dem deutschen Schienennetz ab dem 13. Dezember 2020 verboten. Die gleichen gesetzlichen Einschränkungen gelten in der Schweiz nach dem Bundesgesetz vom 24. März 2000 über die Lärmsanierung der Eisenbahnen (BGLE). Gestützt auf dieses Bundesgesetz ist in der Verordnung über die Lärmsanierung der Eisenbahnen seit 1. Januar 2020 ein Grenzwert für die Lärmemission vorgeschrieben. Daher mussten alle Waggons in Deutschland und der Schweiz auf leise Bremssohlen umgerüstet werden. Des Weiteren umfassen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen u.a. Honorare und Beratungskosten, Vertriebsaufwand, EDV-Kosten, Wechselkursverluste, sonstige Sach- und Personalaufwendungen sowie Aufwendungen für die Regulierung von Waggonschäden, die nicht durch Versicherungen oder Mieter gedeckt

werden. Außerordentliche Aufwendungen enthalten u.a. Transaktions- und Integrationsaufwendungen der Nacco und Rechts- und Beratungsaufwendungen im Rahmen des Übernahmeangebots durch Warwick und das Delisting sowie Beratungsaufwendungen im Zusammenhang mit beauftragten Strategieberatungen.

154. Die sonstigen betrieblichen Erträge exkl. des Beteiligungsergebnisses haben sich im dargestellten Zeitraum kontinuierlich von EUR 36 Mio. in 2018 auf EUR 43 Mio. in 2020 bzw. um insgesamt 18,8% erhöht. Im Verhältnis zu den Umsatzerlösen blieben die sonstigen betrieblichen Erträge relativ konstant zwischen 3,1% und 3,5%. Die sonstigen betrieblichen Erträge entwickelten sich positiv, trotz rückläufiger Buchgewinne aus dem Verkauf von Anlagevermögen, dem größten Posten innerhalb der sonstigen betrieblichen Erträge. Dies ist insbesondere auf höhere staatliche Zuwendungen für verschiedene Lärmboni zur Förderung der Umrüstung auf lärmreduzierendes Rollmaterial, Einzahlungen auf in Vorjahren abgeschriebene Forderungen, Wechselkursgewinne, Erträge aus Materialverkäufen sowie auf Erträge aus Versicherungsentschädigungen im Zusammenhang mit einem Brandschaden zurückzuführen. Innerhalb der sonstigen betrieblichen Erträge sind Erträge aus dem Verkauf von Waggons aus dem Bestand der Nacco an die Aves One sowie Versicherungsentschädigungen einmalig, denen jedoch Kosten in gleicher Höhe entgegenstehen. Das in den sonstigen betrieblichen Erträgen enthaltene Beteiligungsergebnis bewegte sich in den vergangenen drei Jahren zwischen EUR 4 Mio. und EUR 6 Mio. und entfällt auf die nach der Equity-Methode bilanzierten Unternehmen Waggon Holding, Shanghai Cosco, AXBENET, AAE Wagon und PRIO.
155. Das Konzern-EBITDA konnte im Jahr 2019 von EUR 349 Mio. um 46,7% auf EUR 512 Mio. gesteigert werden. Sämtliche Vorstandsressorts bzw. Geschäftsfelder trugen zu dieser positiven Entwicklung bei. Der maßgebliche Ergebnistreiber war jedoch das Geschäftsfeld Rail Europe, als Teil des Vorstandsressorts Europe, dessen Umsatzwachstum auch zur Steigerung des EBITDA im Jahr 2019 beitrug. Das Jahr 2020 führte pandemiebedingt zu einem niedrigeren EBITDA im Vergleich zum Vorjahr. Das Konzern-EBITDA entwickelte sich von EUR 512 Mio. rückläufig auf EUR 492 Mio. im Jahr 2020. Bezogen auf die Gesamtleistung entspricht dies zunächst einer Verbesserung der EBITDA-Marge um 9,2%-Punkte von 32,7% im Jahr 2018 auf 41,9% im Jahr 2019. Im Jahr 2020 lag die EBITDA-Marge bei 40,4%.
156. Die Abschreibungen entfallen im Wesentlichen auf die Flotte und die Nutzungsrechte aus Leasingverträgen und zu einem geringeren Teil auf immaterielle Vermögenswerte, Container und Chassis, andere Anlagen und Betriebs- und Geschäftsausstattung, technische Anlagen und Maschinen sowie Grundstücke und Bauten. Die Abschreibungen stiegen von EUR 200 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 282 Mio. im Jahr 2019. Dieser Anstieg ist im Wesentlichen auf die erstmalige Anwendung des IFRS 16 (Effekt von EUR 52 Mio.) und höhere Abschreibungen auf die Flotte zurückzuführen. Im Jahr 2020 stiegen die Abschreibungen weiter auf EUR 322 Mio. Dies war hauptsächlich durch eine Wertberichtigung auf die Waggonflotte in Nordamerika (Effekt von EUR 23 Mio.) sowie höhere Abschreibungen auf die Waggonflotte bedingt. In Bezug auf die Waggonflotte von VTG werden Nutzungsdauern von bis zu 42 Jahren angenommen.

157. Das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) stieg zunächst von EUR 149 Mio. in 2018 auf EUR 231 Mio. in 2019 und lag im Jahr 2020 bei EUR 170 Mio. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 14,0% in 2018, 18,9% in 2019 und 14,0% in 2020.
158. Das Finanzergebnis in den Jahren 2018 und 2019 besteht zum Großteil (jeweils EUR 88 Mio.) aus Finanzierungsaufwendungen für aufgenommenes Fremdkapital und Sicherungsgeschäfte und in 2019 zu einem geringeren Anteil aus Finanzierungsaufwendungen für Leasingverträge. Das Finanzergebnis war in beiden Jahren konstant und betrug EUR -85 Mio. in 2018 und EUR -84 Mio. in 2019. Im Jahr 2020 wurde eine langfristige Refinanzierung wesentlicher, zum Teil kurzfristig fällig werdender Fremdkapitalinstrumente i.H.v. EUR 2,9 Mrd. vorgenommen, um eine Basis für weitere Investitionen in VTG zu schaffen. Aufgrund von Vorfälligkeitsentschädigungen und in geringem Maße einmaligen Kosten für die Bridgefinanzierung der Refinanzierung von EUR 42,7 Mio. waren die Finanzierungsaufwendungen mit EUR 131 Mio. in diesem Jahr deutlich höher als in den Vorjahren, sodass das Finanzergebnis EUR -131 Mio. betrug. Mit der Refinanzierung wurden bestehende Finanzierungen abgelöst. Der effektive Zinsaufwand bewegte sich in den Jahren 2018 bis 2020 zwischen 3,9% und 4,8% p.a. Finanzierungserträge bestehen im Wesentlichen aus Erträgen aus der Bewertung von derivativen Finanzinstrumenten.
159. Die Steuern vom Einkommen und Ertrag betrugen EUR 19 Mio. im Jahr 2018 und EUR 34 Mio. im Jahr 2019. Im Jahr 2020 lag der Betrag bei EUR 18 Mio. Dies entsprach einer effektiven Steuerrate von 30,0% im Jahr 2018, 23,4% im Jahr 2019 und 44,7% im Jahr 2020. Der Steuersatz der deutschen Gesellschaften von VTG setzt sich aus dem Körperschaftsteuersatz zzgl. Solidaritätszuschlag und einem Gewerbesteuersatz von 17,2% zusammen. Der niedrigere effektive Steuersatz von VTG im Jahr 2018 ist insbesondere durch steuerliche Verlustvorträge und Abweichungen zwischen lokalen Steuersätzen (7,8% bis 34,0%) zum Ertragsteuersatz der VTG AG bedingt. Der niedrigere effektive Steuersatz im Jahr 2019 ist hauptsächlich durch steuerfreie Erträge beeinflusst. Der erhöhte effektive Steuersatz von VTG im Jahr 2020 ist im Wesentlichen auf Effekte aus nicht abzugsfähigen Aufwendungen zurückzuführen. Die Steuern vom Einkommen und Ertrag setzen sich hauptsächlich aus laufenden Ertragsteuern sowie latentem Steuerertrag i.H.v. EUR 6 Mio. in 2018 und EUR 4 Mio. in 2019 und latentem Steuerertrag i.H.v. EUR 0,3 Mio. im Jahr 2020 zusammen. Die laufenden Ertragsteuern beliefen sich auf EUR 14 Mio. in 2018 (21,3% Steuerquote), EUR 31 Mio. in 2019 (21,1%) und EUR 18 Mio. in 2020 (45,5%).
160. Der Jahresüberschuss stieg von EUR 45 Mio. im Jahr 2018 zunächst auf EUR 112 Mio. im Jahr 2019 und sank anschließend auf EUR 22 Mio. im Jahr 2020. Dies entspricht einer Zunahme der Marge von 4,3% im Jahr 2018 auf 9,2% im Jahr 2019 und einer darauffolgenden Abnahme der Marge um 7,4%-Punkte auf 1,8% im Jahr 2020.

2.3.5.2 Vermögens- und Finanzlage

Aktiva

161. Die nachfolgende Übersicht stellt die unbereinigte historische Vermögenslage von VTG für die Jahre 2018 bis 2020 in Anlehnung an den Konzernabschluss von VTG nach IFRS dar:

<u>Bilanz</u>	<u>Unbereinigte Historie</u>		
Aktiva			
in EUR Mio.; jeweils zum 31. Dezember	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
Immaterielle Vermögenswerte	589	584	580
Sachanlagen	2.819	3.503	3.438
Finanzanlagen	116	120	107
Anlagevermögen	3.524	4.207	4.125
Vorräte	47	76	87
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	209	247	198
Liquide Mittel	84	57	129
Ertragsteueransprüche	42	104	104
Umlaufvermögen	381	485	518
Summe Aktiva	3.906	4.691	4.644

162. Die Bilanzsumme von VTG erhöhte sich von EUR 3.906 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 4.691 Mio. im Jahr 2019. Im Jahr 2020 nahm die Bilanzsumme etwas ab auf EUR 4.644 Mio.
163. Das Anlagevermögen steigt von EUR 3.524 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 4.125 Mio. im Jahr 2020. Die Sachanlagen sind der wesentliche Posten des Vermögens von VTG, welches zum 31. Dezember 2020 einen Anteil von ca. 74% der Bilanzsumme darstellt. Das Sachanlagevermögen besteht zum überwiegenden Teil aus der eigenen Waggonflotte von VTG (ca. 82% zum 31. Dezember 2020) und den Nutzungsrechten im Zusammenhang mit Leasingverträgen (ca. 13% zum 31. Dezember 2020). Die eigene Waggonflotte von VTG wird als Waggonflotte aktiviert und je nach Waggontyp über bis zu 42 Jahre abgeschrieben. Der verbleibende Teil des Sachanlagevermögens setzt sich aus Container und Chassis, geleisteten Anzahlungen und Anlagen im Bau, Grundstücken und Bauten, technischen Anlagen und Maschinen sowie anderen Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung zusammen. Die Sachanlagen erhöhten sich von EUR 2.819 Mio. im Jahr 2018 zunächst auf EUR 3.503 Mio. in 2019 und blieben im Jahr 2020 relativ konstant bei EUR 3.438 Mio., was einem Rückgang von 1,9% entspricht. Der Anstieg im Jahr 2019 ist größtenteils auf die erstmalige Anwendung des IFRS 16 und die damit verbundene Aktivierung der Nutzungsrechte i.H.v. EUR 507 Mio. sowie Investitionen in die Waggons zurückzuführen. Die Entwicklung der sonstigen Sachanlagen resultiert im Wesentlichen aus einem Anstieg der Grundstücke und Bauten sowie der Anlagen im Bau. Die IFRS 16 Nutzungsrechte betreffen im Wesentlichen den von VTG geleasteten Anteil der Waggonflotte, Lokomotiven sowie Tankcontainer.
164. Die immateriellen Vermögenswerte setzen sich größtenteils aus Geschäfts- und Firmenwerten und zu einem geringeren Teil aus sonstigen immateriellen Vermögenswerten zusammen. Die Geschäfts- und Firmenwerte beliefen sich in den Jahren 2018 und 2019 auf jeweils EUR 487 Mio. und im Jahr 2020 auf EUR 488 Mio. Die Geschäfts- und Firmenwerte resultieren

aus den Erstkonsolidierungen von VTG im Jahr 2005, der AAE Ahaus-Alstätter Eisenbahn Holding AG (AAE Gruppe) im Jahr 2015, der Nacco-Gruppe im Jahr 2018 sowie der Zelos spol. s.r.o. im Jahr 2020 und verteilt sich auf die zahlungsmittelgenerierenden Einheiten Waggonvermietung (97,0%), Schienenlogistik (2,7%) und Tanktainer (0,3%, jeweils zum 31. Dezember 2020). Die sonstigen immateriellen Vermögenswerten beinhalten im Wesentlichen Kundenbeziehungen aus Waggonvermietung und Schienenlogistik, die Marken „VTG“ und „NACCO“ sowie Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und Lizenzen, wobei die Marken nur einen untergeordneten Teil des Gesamtbuchwertes der jeweiligen zahlungsmittelgenerierenden Einheit einnehmen.

165. Die Finanzanlagen umfassen im Wesentlichen nach der Equity-Methode bilanzierte Unternehmen, sonstige Finanzanlagen, sonstige finanzielle Vermögenswerte und derivative Finanzinstrumente. Diese stiegen zunächst von EUR 116 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 120 Mio. in 2019 und reduzierten sich im Jahr 2020 auf EUR 107 Mio.
166. Unter den nach der Equity-Methode bilanzierten Unternehmen befinden sich die Waggon Holding (Muttersgesellschaft der TRANSWAGGON AG), Shanghai Cosco, AXBENET, AAE Wagon und PRIO. Deren Beteiligungsbuchwerte erhöhten sich von EUR 39 Mio. in 2018 auf EUR 47 Mio. in 2020, da einerseits geringere Ausschüttungen als der jeweilige Jahresüberschuss vorgenommen und andererseits teilweise Gesellschafterdarlehen in Eigenkapital gewandelt wurden. Die Buchwerte der nach der Equity-Methode bilanzierten Unternehmen sind im Folgenden dargestellt:

Unternehmen	Anteile im Besitz der VTG	Beteiligungsbuchwert (EUR Mio.)	
		2019	2020
Waggon Holding AG	50%	16,5	16,5
Shanghai Cosco VTG Tankt:	50%	3,7	3,9
AXBENET s.r.o.	50%	13,3	14,4
AAE Wagon a.s.	50%	9,8	11,7
PRIO S.A.	45%	0,4	0,8
Gesamt		43,7	47,3

167. Die sonstigen Finanzanlagen sind im dargestellten Zeitraum relativ konstant bei EUR 18 Mio. bzw. EUR 17 Mio. und enthalten Anteile an verbundenen nicht konsolidierten Unternehmen und übrige Beteiligungen. Diese umfassen die verbundenen nicht konsolidierten Unternehmen VTG Nakliyat Lojistik Kiralama Limited Sirketi, VTG Missionline Tanktainer do Brasil Ltda, VTG Tanktainer Asia Pte Ltd., VTG Tanktainer Finland Oy sowie die VTG Tanktainer North America, Inc. Außerdem enthalten sind die übrigen Gesellschaften AWILOG Transport GmbH, Mitteldeutsche Eisenbahn GmbH sowie Steeltrack S.A.
168. Die sonstigen finanziellen Vermögenswerte (inkl. deren kurzfristiger Anteil) verringern sich zwischen 2018 und 2020 von EUR 54 Mio. auf EUR 48 Mio. und weiter bis auf EUR 35 Mio. Dieser Rückgang ist insbesondere durch signifikant rückläufige Forderungen aus Finanzierungsleasing aufgrund innerhalb des Leasings umklassifizierter Waggonen, die nun in der Waggonflotte von VTG bilanziert werden, und eine Umgliederung von Forderungen getrieben. Dieser Effekt wird teilweise durch höhere Forderungen im Rahmen der Gewährung eines Darlehens an die PRIO i.H.v. EUR 11 Mio. im Jahr 2019 und zusätzlichen EUR 4 Mio. im Jahr 2020 abgeschwächt. Diese

Darlehen dienen als Investitionsgrundlage für weitere Waggonzukäufe. Des Weiteren sind in den sonstigen finanziellen Vermögenswerten sowohl Darlehen an die Cargo Waggon a.s. und die EVA Eisenbahn-Verkehrsmittel Verwaltungs-GmbH als auch Zinsforderungen aus Darlehen enthalten.

169. Die derivativen Finanzinstrumente (inkl. deren kurzfristiger Anteil) auf der Aktivseite schwanken zwischen EUR 5 Mio. und EUR 10 Mio. im dargestellten Zeitraum. Diese beinhalten seit 2019 u.a. einen Call und einen Put auf die ausstehenden Anteile an der PRIO i.H.v. EUR 7 Mio. Ansonsten sind Zins- und Währungssicherungsgeschäfte in dieser Position enthalten.
170. Die Vorräte stiegen im Betrachtungszeitraum kontinuierlich von EUR 47 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 87 Mio. im Jahr 2020. Dies entspricht beinahe einer Verdopplung der Lagerreichweite von 37 Tagen in 2018 auf 70 Tage in 2020, die insbesondere auf die Erhöhung der Vorräte durch die Bevorratung von gesetzlich vorgeschriebenen leisen Bremssohlen im Jahr 2019 zurückzuführen ist.⁸⁴ Der Posten beinhaltet im Wesentlichen Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe sowie in geringem Umfang unfertige und fertige Erzeugnisse und Leistungen. Die unfertigen Erzeugnisse beziehen sich auf begonnene, aber noch nicht abgeschlossene Aufträge in den Eisenbahnreparaturwerken und im Neubauwerk von VTG.
171. Die Forderungen und sonstigen Vermögenswerte setzen sich aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstigen Vermögenswerten zusammen. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen erhöhten sich zunächst von EUR 190 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 196 Mio. im Jahr 2019 und sind durch die höheren Umsatzerlöse getrieben. Im Jahr 2020 betrug der Bestand EUR 174 Mio. Dies entspricht einem Rückgang der Forderungslaufzeit von 65 Tagen auf 52 Tage und ist insbesondere auf die deutlich rückläufige Forderungslaufzeit bei der Rail Europe zurückzuführen. Die ausgewiesenen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sind alle innerhalb eines Jahres fällig und stellen bereits Nettowerte unter Berücksichtigung von Wertberichtigungen auf nicht werthaltige Forderungen dar.
172. Die sonstigen Vermögenswerte schwanken im dargestellten Zeitraum relativ stark zwischen EUR 19 Mio. und EUR 51 Mio., da in dieser Position zum Verkauf stehendes Sachanlagevermögen in Form von zu verkaufenden neugebauten Waggons erfasst wird. Dieses erhöht sich im Jahr 2019 um EUR 25 Mio. und verringert sich im Jahr 2020 wiederum um EUR 21 Mio. Zudem sind in diesem Posten Forderungen aus sonstigen Steuern und aktive Rechnungsabgrenzungsposten enthalten.
173. Des Weiteren bestehen latente und laufende Ertragsteueransprüche, die sich von EUR 42 Mio. in 2018 auf bis zu EUR 104 Mio. in 2019 und 2020 erhöht haben. Davon entfällt der größte Teil auf latente Ertragsteueransprüche und ein geringer Teil auf laufende Ertragsteueransprüche.
174. Die liquiden Mittel von VTG beliefen sich auf EUR 84 Mio. im Jahr 2018, EUR 57 Mio. im Jahr 2019 und EUR 129 Mio. im Jahr 2020. Die Finanzmittel enthalten einen nicht frei verfügbaren Betrag i.H.v. EUR 4 Mio. im Jahr 2020, der aus verpfändeten Bankguthaben der VTG Finance

⁸⁴ Vgl. Schienenlärmschutzgesetz vom 20. Juli 2017 (BGBl. I S. 2804), Bundesgesetz über die Lärmsanierung der Eisenbahnen (BGLE) vom 24. März 2000 (Stand am 1. März 2014), Verordnung über die Lärmsanierung der Eisenbahnen. (VLE) vom 4. Dezember 2015 (Stand am 1. Januar 2020)

S.A. sowie der VTG Deutschland GmbH als Sicherheit für Avale in gleicher Höhe resultiert. Der vergleichsweise hohe Bestand zum 31. Dezember 2020 ist auf die in diesem Jahr durchgeführte Refinanzierung zurückzuführen.

Passiva

175. Die unbereinigte Finanzlage von VTG stellt sich wie folgt dar:

Bilanz	Unbereinigte Historie		
Passiva	2018	2019	2020
in EUR Mio.; jeweils zum 31. Dezember			
Eigenkapital	1.056	908	655
Rückstellungen	63	60	68
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.343	3.248	3.467
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	154	170	157
Sonstige Verbindlichkeiten	21	15	19
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	15	12	13
Ertragsteuerschulden	254	278	266
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	444	475	454
Summe Passiva	3.906	4.691	4.644

176. Das Eigenkapital setzt sich aus den Bilanzposten gezeichnetes Kapital, Kapitalrücklage, Gewinnrücklagen einschließlich den Ergebnissen des Jahres, Wertänderungsrücklage sowie Minderheitenanteilen zusammen. In den Jahren 2018 und 2019 wurde zudem eine Hybridanleihe dem Eigenkapital zugerechnet, die im Rahmen der Refinanzierung im Jahr 2020 vollständig zurückgezahlt wurde. Hieraus reduzierte sich das Eigenkapital um insgesamt EUR 253 Mio. in 2020.
177. Das gezeichnete Kapital erhöhte sich im Jahr 2019 im Rahmen einer Kapitalerhöhung von 5,5 Mio. Aktien von EUR 28,8 Mio. auf EUR 34,2 Mio. Im Jahr 2020 blieb das gezeichnete Kapital konstant. Die Kapitalrücklage erhöhte sich im Jahr 2019 ebenfalls im Zusammenhang mit der durchgeführten Kapitalerhöhung von EUR 324 Mio. auf EUR 605 Mio. Im Jahr 2020 blieb die Kapitalrücklage konstant. Der Gewinnvortrag inklusive Bilanzgewinn stieg im dargestellten Zeitraum zunächst von EUR 209 Mio. in 2018 auf EUR 269 Mio. in 2019 und reduzierte sich auf EUR 236 Mio. im Jahr 2020 jeweils um das auf die Aktionäre von VTG entfallende Konzernergebnis abzüglich der gezahlten Dividende sowie Währungsumrechnungen. Die Wertänderungsrücklage umfasst die Rücklagen für sog. Cashflow Hedges und Sicherungskosten und verringerte sich zwischen 2018 und 2020 um EUR 178 Mio. von EUR -42 Mio. auf EUR -220 Mio.⁸⁵
178. Im Gegensatz zu dem Anteil am Eigenkapital, der lediglich auf die Aktionäre von VTG entfällt, verringerte sich das gesamte Eigenkapital von VTG von EUR 1.056 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 655 Mio. im Jahr 2020. Grund hierfür ist, dass in den Jahren 2018 und 2019 auch zwei Hybridanleihen dem Eigenkapital von VTG zurechenbar waren, die in diesem Zeitraum vollständig zurückgezahlt wurden. Die Ansprüche der Inhaber der Hybridanleihen auf Rückzahlung des

⁸⁵ Der effektive Teil der Änderungen des beizulegenden Zeitwerts von Derivaten, die im Rahmen von Cashflow-Hedges designed sind, wird in der Cashflow Hedge Rücklage als Teil der Wertänderungsrücklage erfasst. Die Änderungen des Zeitwerts von Optionen bzw. Terminverträgen, die Bestandteil einer Sicherungsbeziehung sind, werden in der Rücklage für Sicherungskosten als Teil der Wertänderungsrücklage erfasst.

Kapitals waren nachrangig gegenüber den Gläubigern der Finanzschulden. Bereits im Jahr 2015 wurde eine Hybridanleihe i.H.v. EUR 250 Mio. am Kapitalmarkt platziert, die erstmalig nach fünf Jahren durch VTG kündbar war. Zur Finanzierung der Nacco-Transaktion wurde eine weitere Hybridanleihe i.H.v. EUR 275 Mio. privat platziert. Der Buchwert der Hybridanleihe betrug EUR 536 Mio. im Jahr 2018. Durch die teilweise Rückzahlung der Hybridanleihe i.H.v. EUR 370 Mio. im Jahr 2019 sowie Dividendenzahlungen betrug deren Buchwert EUR 155 Mio. im Jahr 2019. Im Laufe des Jahres 2020 wurde der verbliebene Teil der zweiten Hybridanleihe im Rahmen der Refinanzierung von VTG vollständig zurückgezahlt.

179. Die Rückstellungen bewegen sich im dargestellten Zeitraum relativ konstant zwischen EUR 60 Mio. und EUR 68 Mio. Den größten Anteil innerhalb dieses Bilanzpostens machen Rückstellungen für Verpflichtungen zu Schadensersatzleistungen aus. Des Weiteren sind vor allem Personalrückstellungen, Rückstellungen für betriebstypische Risiken im Zusammenhang mit der Waggonflotte und den Reparaturwerken sowie Rückstellungen für Preisnachlässe und Vertragsabwicklungen die wesentlichen Posten.
180. Die verzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus Finanzschulden, insbesondere Konsortialkredite, Privatplatzierungen, Projektfinanzierungen, weitere Kreditlinien, Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen sowie Pensionsrückstellungen und sonstigen finanziellen Verpflichtungen zusammen. Zudem werden die passivischen Derivate als verzinsliche Verbindlichkeiten ausgewiesen.
181. Die VTG hat im Jahr 2020 eine langfristige Refinanzierung wesentlicher Fremdkapitalinstrumente in Höhe eines Gesamtfinanzierungsvolumens von EUR 2,9 Mrd. abgeschlossen, um die Basis für weitere Investitionen in das Unternehmen zu legen. Die bestehenden Konsortialkredite, Bankkredite, Privatplatzierungen und eine Hybridanleihe wurden zum Großteil zurückgezahlt. Im Gegenzug wurden neue Finanzierungen in Form von mittel- bzw. langfristigen Konsortialkrediten und langfristige Privatplatzierungen mit einer Laufzeit von bis zu 20 Jahren aufgenommen. Zudem hat VTG Zugriff auf eine Betriebsmittellinie sowie eine Capex-Linie i.H.v. insgesamt EUR 300 Mio. Die Refinanzierung hat insgesamt zu Transaktionskosten von EUR 78 Mio. geführt, von denen EUR 43 Mio. das Zinsergebnis im Jahr 2020 belasteten. Zum 31. Dezember 2020 bestehen die verzinslichen Verbindlichkeiten von EUR 3.467 Mio. aus Krediten und Privatplatzierungen i.H.v. EUR 2.504 Mio., Projektfinanzierungen und weiteren Kreditlinien i.H.v. EUR 135 Mio., Pensionsverbindlichkeiten i.H.v. 71 Mio., IFRS 16 Leasingverbindlichkeiten i.H.v. 454 Mio. und passivischen Derivaten i.H.v. EUR 303 Mio.
182. Die derivativen Finanzinstrumente umfassen im Wesentlichen Zinssicherungsgeschäfte, um die teilweise vertraglich vereinbarten variablen Zinssätze innerhalb der Finanzschulden abzusichern. Die derivativen Finanzinstrumente erhöhten sich von EUR 73 Mio. in 2018 bis auf EUR 303 Mio. im Jahr 2020, was im Wesentlichen auf gestiegene negative Marktwerte der Zinsderivate resultierend aus einem rückläufigen Zinsniveau zurückzuführen ist.
183. Vor der im Jahr 2020 abgeschlossenen Refinanzierung betrugen die verzinslichen Verbindlichkeiten im Jahr 2018 noch EUR 2.343 Mio. In der Folge stiegen diese hauptsächlich aufgrund der

erstmaligen Anwendungen des IFRS 16, der Wertveränderungen der Zinssicherungsgeschäfte und der teils kreditfinanzierten Rückführung des Hybridkapitals auf EUR 3.467 Mio.

184. Die Pensionsrückstellungen haben sich im Jahr 2019 hauptsächlich aufgrund von versicherungsmathematischen Veränderungen bei den finanziellen Annahmen von EUR 63 Mio. auf EUR 71 Mio. erhöht und sind daraufhin auf diesem Niveau konstant geblieben. Die Pensionsrückstellungen werden überwiegend für deutsche Versorgungssysteme gebildet und Planvermögen besteht hauptsächlich zur Finanzierung der Pensionsverpflichtungen in Betriebsstätten außerhalb Deutschlands.
185. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus den Bilanzposten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, sonstige Verbindlichkeiten, sonstige finanzielle Verbindlichkeiten, und Ertragsteuerschulden zusammen. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten bewegten sich zwischen 2018 und 2020 auf relativ konstantem Niveau und stiegen von EUR 444 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 475 Mio. im Jahr 2019 und reduzierten sich wieder auf EUR 454 Mio. im Jahr 2020. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen weisen im dargestellten Zeitraum bei Beständen zwischen EUR 154 Mio. und EUR 170 Mio. Laufzeiten zwischen 121 und 137 Tagen auf. Die sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten bewegten sich zwischen 2018 und 2020 auf relativ konstantem Niveau zwischen EUR 12 Mio. und EUR 15 Mio. und enthalten im Wesentlichen debitorische Kreditoren sowie Rückstellungen für Urlaubs- und Weihnachtsgeld. Die Ertragsteuerschulden erhöhten sich von EUR 254 Mio. in 2018 auf EUR 278 Mio. in 2019 und lagen im Jahr 2020 bei EUR 266 Mio. Die Ertragsteuerschulden bestehen zum größten Teil aus latenten Ertragsteuerschulden, v.a. aus Ansatz- und Bewertungsunterschieden des Sachanlagevermögens, und zu einem geringeren Teil aus laufenden Ertragsteuerschulden. Die sonstigen Verbindlichkeiten umfassen hauptsächlich Verbindlichkeiten aus sonstigen Steuern und passive Rechnungsabgrenzungsposten.

Bereinigungen der Historie

186. Gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA und EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern. Im Folgenden werden sowohl einmalige Geschäftsvorfälle als auch das gesamte Nordamerikageschäft aus der historischen Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage bereinigt. Dadurch wird einerseits sichergestellt, dass lediglich der gewöhnliche Geschäftsverlauf von VTG dargestellt wird, und andererseits, dass eine Vergleichbarkeit zur konsolidierten Planungsrechnung gegeben ist, die aufgrund eines bereits angestoßenen Verkaufsprozesses das Nordamerikageschäft nicht reflektiert.

Bereinigung der historischen Ertragslage

187. An dieser Stelle werden für den Zeitraum der Jahre 2018 bis 2020 die Bereinigungen der Ertragslage dargestellt:

Bereinigungen Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Unbereinigte Historie			Bereinigungen NA			Operative Bereinigungen			Bereinigte Historie		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Gesamtleistung	1.069,2	1.224,1	1.217,4	-22,7	-26,7	-22,5	-	-	-	1.046,5	1.197,4	1.194,9
davon Umsatzerlöse	1.072,6	1.220,7	1.218,3	-22,7	-26,7	-22,5	-	-	-	1.049,9	1.194,0	1.195,8
Wachstum in %	-	13,8%	-0,2%	-	-	-	-	-	-	-	13,7%	0,1%
davon Bestandsveränderungen	-3,4	3,4	-0,9	-	-	-	-	-	-	-3,4	3,4	-0,9
Materialaufwand	-464,4	-454,1	-456,4	0,9	2,5	1,4	-	-	-	-463,5	-451,6	-455,0
Rohhertrag	604,8	770,0	761,0	-21,8	-24,2	-21,1	-	-	-	583,0	745,8	739,9
in % der Gesamtleistung	56,6%	62,9%	62,5%	-	-	-	-	-	-	55,7%	62,3%	61,9%
Personalaufwand	-112,3	-122,9	-128,9	2,2	2,3	2,4	-	2,6	-	-110,1	-118,0	-126,5
Sonstige betriebliche Erträge	40,5	44,2	48,9	-0,4	-0,2	-0,3	-	-2,1	-4,6	40,1	41,9	44,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-183,7	-178,9	-189,0	5,9	7,5	5,9	25,6	-2,0	14,2	-152,2	-173,4	-168,9
EBITDA	349,3	512,4	492,0	-14,1	-14,6	-13,2	25,6	-1,5	9,6	360,8	496,3	488,4
in % der Gesamtleistung	32,7%	41,9%	40,4%	-	-	-	-	-	-	34,5%	41,4%	40,9%
Abschreibungen	-199,9	-281,5	-321,9	5,6	6,2	28,8	0,6	0,3	-	-193,7	-275,0	-293,1
EBIT	149,4	230,9	170,1	-8,5	-8,4	15,7	26,2	-1,2	9,6	167,1	221,3	195,4
in % der Gesamtleistung	14,0%	18,9%	14,0%	-	-	-	-	-	-	16,0%	18,5%	16,3%
Finanzergebnis	-84,5	-84,3	-130,5	6,5	7,0	6,6	10,5	-	46,7	-67,5	-77,3	-77,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	64,9	146,6	39,6	-2,0	-1,5	22,3	36,7	-1,2	56,3	99,6	143,9	118,2
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassung Bereinigungen)	-	-	-	2,0	1,5	-22,3	-36,7	1,2	-56,3	-34,7	2,7	-78,6
Ergebnis vor Ertragsteuern	64,9	146,6	39,6	-	-	-	-	-	-	64,9	146,6	39,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-19,4	-34,4	-17,7	-	-	-	-	-	-	-19,4	-34,4	-17,7
Effektive Steuerquote (in %)	30,0%	23,4%	44,7%	-	-	-	-	-	-	30,0%	23,4%	44,7%
Jahresergebnis	45,5	112,2	21,9	-	-	-	-	-	-	45,5	112,2	21,9
in % der Gesamtleistung	4,3%	9,2%	1,8%	-	-	-	-	-	-	4,3%	9,4%	1,8%

188. Zur Ableitung der bereinigten Historie wurde einerseits das zum Verkauf stehende Nordamerikageschäft entkonsolidiert („Bereinigungen NA“). Andererseits wurden Bereinigungen von einmaligen und außerordentlichen Geschäftsvorfällen („Operative Bereinigungen“) vorgenommen.
189. Die Umsatzerlöse und Materialaufwendungen wurden ausschließlich um das Nordamerikageschäft bereinigt. Da die Umsatzerlöse des Nordamerikageschäfts lediglich rd. 2% der gesamten Umsatzerlöse der VTG ausmachen, haben sich die bereinigten Umsatzerlöse in ähnlicher Weise entwickelt wie die unbereinigten Umsatzerlöse. So wurde im Jahr 2019 ein Wachstum von 13,7% auf EUR 1.194 Mio. verzeichnet, während im Jahr 2020 ein deutlich geringerer Umsatzanstieg von 0,1% auf EUR 1.196 Mio. zu beobachten war. Auch die bereinigte Materialaufwandsquote zeigt einen vergleichbaren Trend wie vor Bereinigung um das Nordamerikageschäft.
190. Der Personalaufwand wurde in allen dargestellten Jahren um das Nordamerikageschäft bereinigt. Zusätzlich wurden im Jahr 2019 noch gezahlte Abfindungen i.H.v. EUR 2,6 Mio. bereinigt.
191. Die sonstigen betrieblichen Erträge wurden einerseits um die Erträge aus dem Nordamerikageschäft i.H.v. EUR 0,2 Mio. bis EUR 0,4 Mio. für die Jahre 2018 bis 2020 bereinigt. Andererseits wurden operative einmalige Erträge aus dem sonstigen operativen Geschäft bereinigt: Im Jahr 2019 waren die sonstigen betrieblichen Erträge aufgrund des Verkaufs von Waggonen aus dem Bestand der Nacco an die Aves One um EUR 2,1 Mio. erhöht. Bei dieser Transaktion handelte es sich um Waggonen, die bereits vor der Nacco-Übernahme bestellt waren und nach Auslieferung, als die Nacco bereits zu VTG gehörte, weiterverkauft wurden. Im Jahr 2020 waren die

sonstigen betrieblichen Erträge der VTG um Versicherungsentschädigungen i.H.v. EUR 4,6 Mio. aus einem Brandschaden erhöht, die ebenfalls bereinigt wurden.

192. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurden in den Jahren 2018 bis 2020 um das Nordamerikageschäft bereinigt, wobei sich die zu bereinigenden Beträge auf EUR 5,9 Mio. bis EUR 7,5 Mio. beliefen. Die operativen einmaligen Effekte der VTG beliefen sich im Jahr 2018 auf EUR 18,8 Mio. Transaktions- und Integrationskosten im Rahmen der Nacco-Übernahme und EUR 6,8 Mio. Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot durch Warwick. Im Jahr 2019 wurden die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um EUR 2,0 Mio. operative Einmaleffekte bereinigt, die einerseits Aufwendungen für M&A-, Strategie- sowie Delisting-Beratungsleistungen und andererseits die Auflösung einer Steuerrückstellung umfassen. Im Jahr 2020 wurden die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um EUR 14,2 Mio. operative Einmalaufwendungen bereinigt, bestehend aus Strategieberatungskosten, Refinanzierungs- und M&A-Beratungskosten, Einmalaufwendungen im Rahmen der Covid-19-Pandemie und Aufwendungen für einen Versicherungsschaden.
193. Das bereinigte EBITDA ist dementsprechend mit EUR 361 Mio. im Jahr 2018 höher und in den Jahren 2019 und 2020 mit EUR 496 Mio. bzw. EUR 488 Mio. geringer als die unbereinigten Werte. Die bereinigte EBITDA-Marge verbesserte sich von 34,5% in 2018 auf 41,4% in 2019 und verringerte sich im Jahr 2020 leicht auf 40,9%.
194. Die Abschreibungen wurden in den Jahren 2018 und 2019 um jeweils ca. EUR 6 Mio. aus dem Nordamerikageschäft bereinigt. Im Jahr 2020 bezieht sich die Bereinigung im Nordamerikageschäft auf reguläre Abschreibungen sowie eine einmalige Abwertung der Waggonflotte i.H.v. insgesamt EUR 28,8 Mio. Die operativen Bereinigungen umfassen eine Sonderabschreibung im Zusammenhang mit der Nacco-Übernahme und der anschließenden Weiterveräußerung von Waggons von EUR 0,6 Mio. in 2018 und weitere EUR 0,3 Mio. im Rahmen der Nacco-Übernahme in 2019.
195. Das bereinigte EBIT ist dementsprechend mit EUR 167 Mio. im Jahr 2018 und EUR 195 Mio. in 2020 höher und im Jahr 2019 mit EUR 221 Mio. geringer als die unbereinigten Werte. Die bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich von 16,0% in 2018 auf 18,5% in 2019 und verringerte sich im Jahr 2020 auf 16,3%.
196. Die Finanzierungsaufwendungen wurden in den Jahren 2018 bis 2020 durch die Eliminierung des Nordamerikageschäfts um jeweils ca. EUR 7 Mio. bereinigt. Die Anpassungen im operativen Geschäft der VTG umfassen im Jahr 2018 EUR 10,5 Mio., die auf Bereitstellungszinsen und weitere einmaligen Finanzierungsaufwendungen im Kontext der Nacco-Übernahme entfallen. Für das Jahr 2020 wurden als Einmalaufwendungen innerhalb der Finanzierungsaufwendungen Vorfälligkeitsentschädigungen und sonstige Aufwendungen im Zuge der Refinanzierung i.H.v. EUR 42,7 Mio. sowie ausgebuchte Transaktionskosten i.H.v. EUR 4,0 Mio. eliminiert.

197. Insgesamt betrugen die Bereinigungen auf das Ergebnis der Geschäftstätigkeit in der Historie EUR +34,7 Mio. in 2018, EUR -2,7 Mio. in 2019 und EUR +78,6 Mio. in 2020.

Bereinigung der historischen Vermögens- und Finanzlage

198. Aufgrund der Eliminierung des Nordamerikageschäfts aus der Planungsrechnung der VTG und der entsprechenden Berücksichtigung als Sonderwert wird an dieser Stelle die bewertungsrelevante Aufsatzbilanz der VTG exkl. des Nordamerikageschäfts für das Jahr 2020 abgeleitet:

Bereinigungen Bilanz

Aktiva

in EUR Mio.; jeweils zum 31. Dezember

	Unbereinigte Historie			Bereinigungen	Bereinigte Historie		
	2018	2019	2020	2020	2018	2019	2020
Immaterielle Vermögenswerte	589	584	580	0	589	584	580
Sachanlagen	2.819	3.503	3.438	151	2.819	3.503	3.287
Finanzanlagen	116	120	107	1	116	120	107
Anlagevermögen	3.524	4.207	4.125	151	3.524	4.207	3.974
Vorräte	47	76	87	-0	47	76	87
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	209	247	198	1	209	247	198
Liquide Mittel	84	57	129	2	84	57	127
Ertragsteueransprüche	42	104	104	0	42	104	103
Umlaufvermögen	381	485	518	3	381	485	515
Summe Aktiva	3.906	4.691	4.644	155	3.906	4.691	4.489

Passiva

in EUR Mio.; jeweils zum 31. Dezember

	Unbereinigte Historie			Bereinigungen	Bereinigte Historie		
	2018	2019	2020	2020	2018	2019	2020
Eigenkapital	1.056	908	655	18	1.056	908	637
Rückstellungen	63	60	68	1	63	60	66
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.343	3.248	3.467	130	2.343	3.248	3.337
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	154	170	157	1	154	170	156
Sonstige Verbindlichkeiten	21	15	19	1	21	15	18
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	15	12	13	1	15	12	12
Ertragsteuerschulden	254	278	266	3	254	278	263
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	444	475	454	6	444	475	449
Summe Passiva	3.906	4.691	4.644	155	3.906	4.691	4.489

199. Für das Jahr 2020 wurde das gesamte Nordamerikageschäft aus der Konzernbilanz bereinigt, um eine zur Planung von VTG konsistente Aufsatzbilanz abzuleiten. Dafür wurden sämtliche Vermögenswerte und Verbindlichkeiten des Teilkonzerns Nordamerika (VTG North America Inc. inklusive ihrer Tochtergesellschaft) aus der Konzernbilanz eliminiert. Dazu gehören auf der Aktivseite insbesondere die Waggonflotte und auf der Passivseite verzinsliche Verbindlichkeiten inkl. einer konzerninternen Verbindlichkeit. Dadurch reduziert sich die Bilanzsumme von VTG von EUR 4.644 Mio. um die Bilanzsumme des Teilkonzerns Nordamerika auf EUR 4.489 Mio., was einer Bereinigung i.H.v. EUR 155 Mio. entspricht.
200. Bis auf eine konzerninterne Verbindlichkeit gegenüber der VTG Finance S.A. i.H.v. EUR 18 Mio. bestanden keine weiteren konzerninternen Verflechtungen zwischen dem Teilkonzern Nordamerika und dem verbleibenden Teil von VTG. Da es sich dabei ursprünglich um ein Darlehen gegenüber Kreditinstituten handelt, welches von der VTG Finance S.A. aufgenommen und an den Teilkonzern Nordamerika weitergereicht wurde, reduzieren sich durch die Bereinigung dieser konzerninternen Verflechtung die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten von VTG um EUR 18 Mio. Die zugrunde liegende Annahme ist, dass durch die fiktive Ausgliederung des

Teilkonzerns Nordamerika die konzerninterne Verbindlichkeit refinanziert und dementsprechend die Verbindlichkeit gegenüber der VTG Finance S.A. vollständig getilgt wird.

2.3.6 SWOT-Analyse

201. Im Folgenden wird eine Positionsbestimmung von VTG aus interner Sicht (Unternehmens- und Ressourcenanalyse) anhand der Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie aus externer Sicht (Markt- und Wettbewerbsanalyse) anhand von Gelegenheiten und Gefahren, welche sich aus dem Markt- und Wettbewerbsumfeld ergeben, dargestellt. Aus den Kernkompetenzen der Gesellschaft einerseits und den Werttreibern der Branche andererseits resultieren unternehmensspezifische Chancen und Risiken für VTG.

2.3.6.1 Stärken

202. Zu den wesentlichen Stärken von VTG zählen:

- 203. VTG hat als privater Waggonvermieter eine starke Marktposition mit einer großen, diversifizierten und hoch ausgelasteten Waggonflotte im europäischen Markt.
- 204. Mit einem eigenen Waggonbauwerk sowie Wartungswerkstätten verfügt VTG über eine hohe Planbarkeit bei der Erneuerung, Instandhaltung und Erweiterung der Waggonflotte.
- 205. VTG betreibt eigene Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten, die einerseits die Neuentwicklung von Waggonen und Einzelkomponenten und andererseits das Einnehmen einer führenden Position bei der Digitalisierung der Waggonflotte ermöglichen. Dadurch kann die Waggonflotte kontinuierlich an die Kundenanforderungen angepasst und in die Produktionsprozesse der Kunden integriert werden, sodass das Risiko von Kundenabgängen verringert wird.
- 206. Das Unternehmen kann durch eine diversifizierte und spezialisierte Flottenzusammensetzung ein breites Leistungsspektrum rund um den Umschlag von Transportgütern, insbesondere von Chemie- und Industrieprodukten anbieten. Durch den Digitalisierungsfokus wird das angebotene Leistungsspektrum kontinuierlich erweitert.
- 207. VTG verfügt über eine breite geografische Präsenz in Europa, die den Kunden an nahezu jedem Ort die Nutzung der von VTG angebotenen Dienstleistungen relativ zeitnah ermöglicht.
- 208. Die Marktposition der VTG ist stabil und durch hohe Eintrittsbarrieren für neue Wettbewerber in dieses Segment aufgrund der Kapitalintensität des Schienengüterverkehrsmarktes längerfristig gewährleistet. Der Markteintritt erfordert erhebliche Anfangsinvestitionen mit langen Amortisationszeiten von etwa zehn bis zwölf Jahren für neu gebaute Waggonen. Die Marktposition der VTG ist robust, da der Kundenstamm tendenziell weniger stark in volatilen Industrien vertreten ist.

- 209. VTG verfügt über eine starke Wettbewerbsposition, die durch die Begrenzung der jährlichen Produktionskapazitäten der Waggonhersteller entsteht. Daraus ergeben sich Hindernisse für potenzielle Wettbewerber beim Aufbau einer wettbewerbsfähigen Waggonflotte von vergleichbarer Vielfalt und Größe.
- 210. Um spezifisches Fachwissen über die Vermietung von Kesselwaggons und Gefahrguttransporten zu erlangen, bedarf es langjähriger Erfahrung in dieser Branche. VTG hat einen stabilen Mitarbeiterstamm, der über ein hochwertiges Know-how verfügt.
- 211. Da VTG oft kundenspezifische Lösungen für den Schienengüterverkehr anbietet, sind die Kundenbeziehungen langjährig und das Risiko, Kunden an einen anderen Anbieter zu verlieren, ist relativ gering.
- 212. Die Waggonvermietungsaktivitäten von VTG sind geringen saisonalen Schwankungen und in Europa vergleichsweise geringen Preisschwankungen ausgesetzt.
- 213. Das Risiko einer geringen Auslastung der Waggons während der Vertragsdauer liegt aufgrund der Vertragsstrukturen nicht bei VTG, sondern bei den jeweiligen Kunden.
- 214. Der Großteil der Kunden im Vermietungsgeschäft hat langfristigen Bedarf Waggons zu mieten, was sich in hohen Verlängerungsquoten niederschlägt. Zudem sind auch die mit einem Wechsel des Logistikanbieters verbundenen Kosten und Risiken auf Kundenseite hoch, sodass Kunden tendenziell bei VTG verbleiben (sog. „stickiness“).
- 215. Die Flotte von VTG weist insgesamt eine relativ gleichmäßig verteilte Altersstruktur mit einem durchschnittlichen Alter von rd. 20 Jahren auf, sodass die altersbedingten Investitionszyklen vergleichsweise gering ausfallen und Investitionsstaus bzw. Investitionsspitzen vermieden werden.
- 216. Die VTG verfügt über einen Produktmix, der sich zu ca. 50% aus Vermietungsumsatzern und 50% aus Logistikumsatzern zusammensetzt. Dies ermöglicht es VTG, den Kunden ein möglichst breites Dienstleistungsspektrum anbieten und Cross Selling Potenziale heben zu können.
- 217. VTG verfügt über eine stabile Liquidität und ein relativ berechenbares Finanzprofil, das die Umsetzung der angestrebten Wachstumsstrategie ermöglicht. Die im Jahr 2020 erfolgreich abgeschlossene Refinanzierung wesentlicher Fremdkapitalinstrumente ist eine stabile Grundlage für weitere langfristige Investitionen. Die VTG begrenzt das Zinsrisiko durch den Einsatz von Zinssicherungsgeschäften.
- 218. Das Geschäftsmodell von VTG ermöglicht eine flexible Steuerung der Aktivitäten Vermietung, Logistik und Sonstige. Das Vermietungsgeschäft wird durch das Logistikgeschäft unterstützt, indem ungenutzte Waggons zur Erfüllung gewonnener Logistikverträge verwendet werden. Des Weiteren können Kunden des Vermietungsgeschäfts zu-

sätzliche Logistikdienstleistungen aus einer Hand angeboten werden, was zur Kundenbindung und Differenzierung von VTG am Markt beiträgt. Zusätzlich kann durch das eigene Waggonbauwerk die eigene Flotte in gewissem Umfang intern ersetzt werden.

2.3.6.2 Schwächen

219. Zu den Schwächen von VTG zählen:

- 220. Aufgrund des hohen Anteils der Umsatzerlöse aus dem niedrigmargigen Logistikaktivitäten weist VTG im Vergleich zu den auf die Vermietung fokussierten Peer Group-Unternehmen eine geringere EBITDA-Marge aus.
- 221. Die Rentabilität der Geschäftsaktivität Vermietung hängt stark von der Auslastung der Flotte ab. Leerstandszeiten, z.B. durch vorzeitige Rückgaben von Waggons oder aufgrund von Überkapazitäten, wirken sich negativ auf die Rentabilität aus. Ebenso wirkt sich ein zunehmendes Alter der Flotte negativ auf die Auslastung der Waggons und damit auf die Rentabilität von VTG aus. Zudem ist die Flottenauslastung bereits auf einem hohen Niveau, sodass weitere Auslastungssteigerungen nur vergleichsweise geringe Steigerungen des Ergebnisbeitrags bewirken können.
- 222. Der Waggonpark von VTG, einschließlich der Spezialwaggons und -tankcontainer, ist überwiegend für den Transport bestimmter Güter geeignet. Die mögliche Veränderung der Stoffdaten und physischen Zustände der zu transportierenden Güter kann dazu führen, dass die Waggontypen und -bedingungen für diese nicht mehr nachgefragt werden. Diese Schwäche wird jedoch durch die Umrüstmöglichkeiten und die zunehmende Modularisierung der Waggons teilweise ausgeglichen.
- 223. Veränderungen der Flottenzusammensetzung sind aufgrund der beschränkten Neubaukapazitäten nur über einen längeren Zeitraum realisierbar.
- 224. Die mittel- bis langfristigen Mietverträge schränken die Möglichkeiten von VTG ein, Preisanpassungen vollständig an die Kunden weiterzugeben.
- 225. Die Umrüstung der Flotte auf leisere Bremssohlen geht mit einer schnelleren Abnutzung einher, sodass Instandhaltungen insgesamt in kürzeren Zyklen durchgeführt werden müssen, was zu höheren Kosten führt.
- 226. Aufgrund einer relativ hohen Kundenkonzentration im Segment des intermodalen Transports innerhalb der Waggonvermietung sind die Umsatzerlöse und der Cashflow zusätzlichen Risiken ausgesetzt.
- 227. VTG ist von der Nutzung der vorhandenen Schieneninfrastruktur und zumindest im Logistikbereich von den Traktionsleistungen privater oder staatlicher Eisenbahngesellschaften abhängig, die noch immer eine dominante Wettbewerbsposition einnehmen. Durch das eigene Retrack-Netzwerk steht VTG jedoch auch eigene Traktion zur Verfügung. Allerdings besitzt VTG keine eigenen Lokomotiven.

- 228. Der Gütertransport und der Betrieb von Güterwaggons, insbesondere Waggons zum Transport von Chemikalien, Öl und Gas, unterliegt regulatorischen und technischen Anforderungen die bei Veränderung der regulatorischen Anforderungen Investitionen nach sich ziehen können. Teilweise fordern Kunden, dass die zur Verfügung gestellten Waggons ein maximales Alter nicht überschreiten, sodass VTG zur schnellen Erneuerung der Flotte gezwungen wird.
- 229. Die VTG Konzerneinheiten im Vermietungs- und Logistikgeschäft bzw. die regionalen Einheiten arbeiten bisher vergleichsweise autark, sodass Cross Selling Potenziale derzeit nicht optimal genutzt werden.
- 230. VTG hat verschiedene Kauf- und Finanzierungsverträge, die Verpflichtungen und Anforderungen an bestimmte Finanzkennzahlen enthalten. Die Nichteinhaltung bestimmter Covenants kann zu einer Verknappung der Liquidität und zu Investitionsstau führen.
- 231. Die Geschäftsprozesse von VTG sind in hohem Maße von der ständigen Verfügbarkeit der Informationssysteme abhängig. Mögliche Bedrohungen dieses Systems können die Vertraulichkeit, Verfügbarkeit und Zuverlässigkeit der Daten sowie die Sicherheit des Unternehmens beeinträchtigen.
- 232. VTG ist stets von der Attraktivität vom Warentransport im Vergleich zu anderen Transportmitteln abhängig. Im Vergleich zum Straßenverkehr ist der Schienenverkehr vergleichsweise unflexibel und es ist ein mehrfacher Warenumschlag erforderlich, um Güter dem Empfänger zuzustellen. Dies erhöht die Transportdauern und die Transportkosten.

2.3.6.3 Gelegenheiten

233. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für VTG folgende wesentliche Gelegenheiten:

- 234. Der zunehmende internationale Handel innerhalb von Ländergruppen in Europa und Asien sowie die generelle Tendenz der Regierungen, den Schienenverkehr zu fördern, bietet Wachstumspotenzial für VTG.
- 235. Die konsequente Verfolgung der Klimaschutzziele, höhere Sicherheitsanforderungen im Güterverkehr, insbesondere für Flüssig- und Gefahrguttransporte und ein zunehmendes Transportvolumen könnten die Nachfrage nach Schienentransporten möglicherweise erhöhen. Im Rahmen der Klimaschutzziele hat sich die Initiative Rail Freight Forward (RFF), eine Koalition europäischer Güterbahnen, das Ziel gesetzt, den Anteil der Schiene am gesamten Güterverkehr in Europa bis 2030 auf 30 % zu erhöhen.

- 236. Die fortschreitende Liberalisierung der bisher von staatlichen Bahnen dominierten Märkte, die eine Harmonisierung der Kontrollen von Tarif-, Arbeits- und Sozialvorschriften im Schienengüterverkehr sicherstellt, ergeben für VTG weitere Wachstumspotenziale.
- 237. Der weiter zunehmende Güterverkehr zwischen Asien und Europa, auch über den Landweg (neue Seidenstraße), bietet Wachstumspotential für etablierte Transport- und Logistikunternehmen, die sich auf diesen geografischen Raum fokussieren.
- 238. Die Erweiterung der Flotte mit modularen und multifunktionalen Tragwagen ermöglicht VTG eine Verbesserung der Effizienz und eine weitere Stärkung der Marktposition.
- 239. Teilweise kann dem Preisdruck im Vermietungsgeschäft durch Umstellung von „Dry“ auf „Wet“-Leasingverträge begegnet werden, was aufgrund der zeitlich nachgelagert anfallenden Instandhaltungsaufwendungen erst mittelfristig die Profitabilität belastet.
- 240. Die bestehende Flotte kann im Rahmen des strategischen Review durch Investitionen in die Werkstätten und eine Verkürzung der Reparatur- und Wartungszeiten stärker ausgelastet werden.
- 241. Der Markt für innovative Güterwaggons wächst durch die steigenden Anforderungen an Ladekapazität, digitale Lösungen und reduzierte CO₂-Emissionen.
- 242. Der Markt der Chemieindustrie ist der Haupttreiber des Geschäftsaktivität Tanktainer und zeigt Produktionswachstum und einen zunehmenden Trend zur Internationalisierung mit höheren Transportvolumina.
- 243. Der Markteintritt von Unternehmen mit neuen Produkten, wie z.B. Biokraftstoffe, gibt VTG die Möglichkeit, ihren Kundenstamm zu erweitern.
- 244. Zwischen den regionalen Geschäftseinheiten bzw. Geschäftsaktivitäten Vermietung und Logistik können durch eine stärkere operative Integration Cross Selling-Potenziale besser genutzt werden.

2.3.6.4 Gefahren

- 245. Markt- und wettbewerbsseitig ist VTG folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:
 - 246. VTG steht im Wettbewerb sowohl mit privaten Anbietern für den Schienengüterverkehr und mit staatlichen Eisenbahngesellschaften als auch mit Anbietern für den Straßengüterverkehr. In Verbindung mit der Liberalisierung des Eisenbahnmarktes und dem steigenden Wettbewerb könnte der Preisdruck zunehmen und somit die Rentabilität von VTG belasten.

- 247. Ein starker Marktrückgang bzw. nach der Covid-19-Pandemie anhaltend geringe Frachtvolumina von beispielsweise Chemie- oder Gasfracht z.B. aufgrund einer weltweiten konjunkturellen Krise oder infolge der Umstellung auf CO₂-neutrale Energieträger / Technologien könnte sich negativ auf die Auslastung der Flotte auswirken und gleichzeitig zu einem Rückgang der Umsatzerlöse der Logistikaktivitäten führen.
- 248. Die Vermietungs- und Logistikaktivitäten sind in hohem Maße von der Entwicklung des Gütertransports insgesamt sowie von dem auf die Schiene entfallenden Anteils des Gütertransports abhängig.
- 249. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus sind neue Waggons mit höheren Auslastungen für die Flottenbetreiber attraktiver als die Nutzung von bestehenden Waggons. Dies verschärft den Preisdruck und belastet die Rentabilität der bestehenden Waggonflotte.
- 250. Die Alterung der Waggonflotte könnte bei ausbleibenden Reinvestitionen einerseits in einem Investitionsüberhang resultieren. Andererseits führt eine Alterung der Flotte zu einem Risiko, dass die Kundenansprüche an die schnelle Verfügbarkeit und Belastbarkeit der Waggons nicht erfüllt werden können.
- 251. VTG verfügt in der Waggonvermietung über ein kapitalintensives Geschäftsmodell mit hohen Fixkosten, hohem Investitionsbedarf zur Erhaltung und Erweiterung der Flotte und langen Nutzungsdauern.
- 252. Die Wettbewerbssituation im Intermodalgeschäft erschwert die Erweiterung und Diversifizierung des Kundenstamms.
- 253. Angesichts der steigenden Nachfrage nach Kosteneffizienz in der Logistik sind technische Innovationen und Know-how weiterhin ein treibender Faktor für den Erfolg im Güterverkehr.
- 254. Die Kosten für die Erweiterung- und Instandhaltungsinvestitionen sowie die Reparatur- und Instandhaltungsaufwendungen hängen im Wesentlichen von der Entwicklung der Stahl- und Rohstoffpreise ab. Ein Anstieg der Stahl- und Rohstoffpreise könnte aufgrund des Preisdrucks im Wettbewerb nicht umgelegt werden.
- 255. Im Rahmen der Liberalisierung strebt die EU einen einheitlichen Standard für die Infrastruktur und die Eigenschaften der Eisenbahnwaggons sowie eine Stärkung des Wettbewerbs im Schienenverkehrsmarkt an, wobei der langsame Fortschritt der Liberalisierung eine Gefahr für das künftige Wachstum von VTG darstellt.
- 256. Da VTG international präsent ist, können Wechselkursschwankungen Einfluss auf die ausgewiesene Umsatz-, Cashflow-, Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage von VTG haben.

- 257. Eine Verschärfung ungünstiger wirtschaftlicher und politischer Bedingungen in der Russischen Föderation sowie ein Handelskrieg zwischen China und USA könnten in Zukunft das Geschäft von VTG erheblich beeinträchtigen. Neue Freihandelsbarrieren, insbesondere Zölle, könnten sich negativ auf das Geschäft von VTG auswirken.
- 258. In Bezug auf die Finanzschulden ist VTG einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt.
- 259. VTG ist bestimmten Umweltrisiken ausgesetzt, die dazu führen können, dass VTG Verunreinigungen, Ablagerungen oder andere Nebeneffekte chemischer Emissionen untersuchen, sanieren oder begrenzen muss. Gemäß der nationalen Gesetzgebung in verschiedenen Ländern kann VTG für die Sanierung haftbar gemacht werden, auch wenn die Verschmutzung nicht durch sie selbst verursacht wurde. Damit verbunden sind direkte und indirekte Folgeschäden, wirtschaftliche und besondere Verluste und Beschädigungen.
- 260. Der Markt für Schienengüterverkehr unterliegt einer Vielzahl von Regularien und veranlasst VTG, auf kostenintensive Änderungen und/oder neue Anforderungen von Gesetzgebern, Sicherheits- und Aufsichtsbehörden sowie auf Normen zu reagieren.
- 261. Auch die von den Kunden innerhalb ihrer Zulieferkette erwarteten Sicherheitsstandards und Altersstruktur der Flotte führen zu einem Risiko, dass VTG die bestehende Flotte nachrüsten muss bzw. Waggon vorzeitig verschrotten muss.
- 262. Bei Gefahrguttransporten ist VTG Haftungsansprüchen für Unfälle in Verbindung mit den von VTG zur Verfügung gestellten Waggon und Tankcontainern ausgesetzt. VTG könnte verpflichtet werden, die entstandenen Kosten zu übernehmen, Reputationsschäden zu begleichen und/oder zusätzliche Ressourcen aufzuwenden, um angemessene Korrekturmaßnahmen in Bezug auf die betroffenen Produkte oder Systeme zu ergreifen.
- 263. Als Teil der Wachstumsstrategie beabsichtigt VTG, gezielt Unternehmen zu erwerben oder Joint Ventures einzugehen. Hierbei ist VTG jedoch Risiken ausgesetzt, die sich erst nach dem Erwerb eines Unternehmens oder dem Abschluss eines Joint-Venture-Vertrags realisieren. Dazu zählen beispielsweise Probleme bei der Post-Merger-Integration des erworbenen Unternehmens.
- 264. Der durch die Covid-19-Pandemie beschleunigte Konsolidierungstrend in der Chemie- und Ölindustrie birgt die Gefahr, dass sich neu konsolidierte Unternehmen für einen Logistikanbieter entscheiden, was zum Verlust bestehender Kunden von VTG in dieser Industrie führen könnte.⁸⁶
- 265. Auch der Straßenverkehr wird zur Erreichung der Klimaziele zunehmend auf alternative Energieträger zurückgreifen. Insbesondere könnte der LKW-Verkehr elektrifiziert werden. Auch Wasserstoff stellt langfristig für LKWs einen bedeutenden Energieträger

⁸⁶ EY: M&A in chemicals - Short review of 2019 and how COVID-19 pandemic may impact M&A

dar, sodass der Straßengüterverkehr flexibler und schneller als der Schienenverkehr und gleichzeitig klimaneutral werden könnte.

2.3.6.5 Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

266. Für VTG ergeben sich durch die Kombination von unternehmensinternen Stärken und marktseitigen Gelegenheiten folgende wesentliche Chancen zum Bewertungsstichtag:

- 267. Aufgrund der Flottengröße, der diversifizierten Waggonflotte, der gleichmäßig verteilten Altersstruktur, der breiten regionalen Präsenz, den langlaufenden Mietverträgen und der Möglichkeit, Reparatur- und Instandhaltungen in den eigenen Werken durchführen zu können, unterliegt das Vermietungsgeschäft nur vergleichsweise geringen Umsatzschwankungen.
- 268. Die zunehmende Liberalisierung des Schienenmarktes und die politische Förderung des Schienenverkehrs bieten Wachstumschancen, von denen VTG durch Flottenerweiterungen und folglich Umsatzsteigerungen profitieren kann. Auch die Fokussierung auf die flexibleren Intermodal- und Modalwagen bieten die Gelegenheit, Umsatzsteigerungen zu realisieren. Hier kann VTG aufgrund der bereits bestehenden Plattform Wettbewerbsvorteile gegenüber den in den Markt drängenden Wettbewerbern nutzen.
- 269. In der Geschäftsaktivität Logistik sind die Umsatzerlöse von einer stärkeren Volatilität und geringeren Margen geprägt. Bei Eintreten der konjunkturellen Erholung im Nachgang zur Covid-19-Pandemie besteht die Möglichkeit, an den steigenden Frachtvolumina zu partizipieren und überdies Cross-Selling Potenziale mit dem Vermietungsgeschäft zu realisieren. Auch eine stärkere Verknüpfung des Bereichs Tanktainer mit den Intermodalwagen kann zu Umsatzsteigerung führen.
- 270. Im Rahmen des strategischen Review sind diverse Maßnahmen zur weiteren Steigerung der Profitabilität identifiziert worden. Einerseits sollen durch stärkere Integration der einzelnen Geschäftsfelder, insbesondere in regionaler Hinsicht, Cross-Selling Potenziale zwischen den Vermietungs- und Logistikaktivitäten gehoben werden und somit die Umsatzerlöse gesteigert werden. Andererseits besteht die Möglichkeit, Reparatur- und Instandhaltungskosten durch technische Neuerung zu senken und durch eine Verkürzung der Reparatur- und Instandhaltungsdauern die Leerstandskosten der Flotte zu reduzieren und die Auslastung zu steigern. Auch im Bereich der Verwaltungskosten bestehen Kosteneinsparungspotenziale, die insgesamt zu einer Verbesserung der EBITDA-Marge beitragen sollen.
- 271. Durch die Digitalisierung der Flotte wird eine effiziente Flottendisposition ermöglicht und die Auslastung der Flotte zugunsten der realisierbaren Margen erhöht. Zudem bedient die Flottendigitalisierung die Kundenbedürfnisse nach Track-and-Trace und fortlaufender Kontrolle der eingesetzten Waggons. Dies führt zur Stärkung der eigenen

Marktposition sowie höherer Profitabilität und stellt die künftige Wettbewerbsfähigkeit sicher.

272. Der Fokus auf Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten sowie kontinuierliche Investitionen in innovative, umweltfreundliche Technologien ermöglichen es VTG, über die steigende Nachfrage nach umweltfreundlichem Schienentransport im Vergleich zum Straßentransport weiteres Umsatzwachstum zu realisieren.
273. Für VTG bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:
 274. Insgesamt unterliegt das Vermietungsgeschäft von VTG aufgrund der langen Vertragsdauern, der hohen Rückgabekosten und der im Zusammenhang mit den langen Investitionszyklen hohen Markteintrittsbarrieren für Wettbewerber vergleichsweise geringen Schwankungen.
 275. Dennoch besteht für VTG das Risiko, dass konjunkturelle Schwankungen zu einer geringeren Flottenauslastung führen. Andererseits kann auch der Wettbewerb mit anderen Verkehrsträgern im Logistikmarkt durch Substitutionseffekte in einer geringeren Flottenauslastung oder Preisdruck resultieren, was wiederum zu geringeren Umsatzerlösen führt. Aufgrund des hohen Fixkostenanteils, der hohen Investitionen und des Risikos, Preisanpassungen künftig nicht mehr an Kunden weitergeben zu können, kann die Rentabilität der Waggonflotte belastet werden.
 276. Die Flottenzusammensetzung von VTG ist relativ starr und teilweise auf bestimmte Güter spezialisiert, sodass diese nur über kapitalintensive Investitionen und über einen relativ langfristigen Zeitraum geändert werden kann. Bei einer kurzfristigen Änderung der Kundenbedürfnisse, der zu transportierenden Güter oder neuer Regulierungen, bspw. in den Wachstumsmärkten, könnte ein Teil der Flotte nicht mehr benötigt werden und zu Überkapazitäten in bestimmten Bereichen führen, was VTG umsatz- und fixkostenseitig belasten würde.
 277. Ebenso setzt die Realisierung der vergleichsweise konstanten Umsatzerlöse aus dem Vermietungsgeschäft voraus, dass VTG den regulatorischen und den kundenseitigen Anforderungen an die Flotte gerecht wird. Dies erfordert signifikante Ersatz- und Instandhaltungsinvestitionen und kann bei höheren Anforderungen zu erhöhten Investitionen führen, welche die Profitabilität der Flotte belasten. Ebenso können die Umsatzerlöse durch vorzeitig notwendig werdende Verschrottungen belastet werden.
 278. Andersherum können bei zu geringen Investitionen und zunehmender Alterung der Flotte nur geringere Auslastungen der Flotte realisiert werden und Kunden zu Wettbewerbern mit einer jüngeren Flotte wechseln, was zu einem Rückgang der Umsatzerlöse resultieren würde. Zudem könnte das geringe Zinsniveau und der Anlagedruck

bei Investoren dazu führen, dass die Flottenkapazitäten insgesamt ausgeweitet werden und Überkapazitäten entstehen, was zu Preisdruck, geringen Auslastungen und vorzeitigen Verschrottungen führen könnte.

- 279. Aufgrund der langen Investitionszyklen im Vermietungsgeschäft ist VTG auch weiterhin einem signifikanten Risiko ausgesetzt, dass sich die bei der Entscheidung zur Investition zugrunde gelegten Annahmen durch Veränderungen des Marktumfelds im Nachhinein als unzutreffend erweisen. Hieraus resultiert mittel- bis langfristig das Risiko, dass VTG die eigenen Zielvorgaben hinsichtlich der Renditekennzahlen nicht erfüllen kann.
 - 280. In den Logistikaktivitäten beruht die derzeitige Strategie auf der Annahme, dass eine konjunkturelle Erholung in der zweiten Jahreshälfte des Geschäftsjahres 2021 eintritt. Sofern die erhoffte Erholung nicht im gewünschten Maße eintreten sollte, besteht das Risiko, dass die Frachtvolumina nicht steigen und die erwartete Umsatzentwicklung nicht realisiert werden kann.
 - 281. Zudem sind die Logistikaktivitäten durch vergleichsweise geringe Margen gekennzeichnet und somit der Ergebnisbeitrag im Vergleich zum Vermietungsgeschäft gering.
 - 282. Ebenso besteht das Risiko, dass die im Rahmen des strategischen Review identifizierten Maßnahmen nicht oder nicht im erwarteten Ausmaß umgesetzt werden können.
 - 283. Die Präsenz von VTG in internationalen Wachstumsmärkten birgt das Risiko von Wechselkursschwankungen, die sich negativ auf die Ertragslage auswirken könnten. Des Weiteren besteht in bestimmten Wachstumsmärkten wie in Asien oder Russland die Gefahr von Handelskriegen oder politischen Auseinandersetzungen.
284. Das Chancen-Risiko-Profil von VTG dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

2.4 Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)

285. Zur Analyse und Plausibilisierung der Ertragskraft sowie zur Einschätzung des Risikos der zu erwartenden Zahlungen der zu bewertenden Gesellschaft werden regelmäßig Informationen über Vergleichsunternehmen (die sog. Peer Group) herangezogen. Die Peer Group ist essentieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung, da sie zum Branchenvergleich der Planungsrechnung (sog. Benchmarking), für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und für die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) benötigt wird.

2.4.1 Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group

286. Zur Auswahl der Peer Group bieten sich grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der nach diesen Kriterien erhobenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich

noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren. Für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) werden allerdings Kapitalmarktdaten benötigt. Aus diesem Grund und angesichts der zumeist eingeschränkten (öffentlichen) Verfügbarkeit von Informationen und relevanten Daten zu nicht börsennotierten Unternehmen werden in der Praxis vornehmlich am Kapitalmarkt gelistete Gesellschaften in der Peer Group berücksichtigt.

287. Vor diesem Hintergrund wurden für die Auswahl der Peer Group börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Die Suchergebnisse zeigen, dass es zwar eine breite Auswahl von Unternehmen gibt, die im Wesentlichen der Güterverkehr-Branche zuzuordnen sind, der Markt für Schienengüterverkehrslogistik jedoch stark konzentriert ist und nicht viele börsennotierte Unternehmen aufweist. Das Geschäftsmodell von VTG weist dabei u.a. zwei wesentliche Besonderheiten auf, die sie von den meisten Unternehmen in der Schienengüterlogistik unterscheidet: VTG ist weitestgehend Eigentümer der eingesetzten Waggonflotte und erzielt den wesentlichen Anteil der Umsatzerlöse und des EBITDA aus der Vermietung der Waggonen. Die Identifizierung der Vergleichsunternehmen erfolgte nach einem mehrstufigen Screening-Ansatz. Zunächst wurden alle börsennotierten Unternehmen identifiziert, die im Bereich des Gütertransports in entwickelten europäischen Märkten tätig sind. Aus dieser Liste wurden die Unternehmen mit eigener Flotte für den Transport von Flüssig-, Agrar- und Industriegütern ausgewählt. Das Screening wurde dann um die regionalen Kriterien erweitert, sodass zusätzlich vor allem nordamerikanische Unternehmen identifiziert wurden, die im Bereich des Schienengütertransports tätig sind. Aus diesen Unternehmen wurden nur die Unternehmen mit eigener Waggonflotte übernommen. Im Rahmen des Screenings wurden insgesamt 34 Unternehmen identifiziert, die für die Peer Group Auswahl in Frage kommen. Ausgehend davon wurden auf Basis von qualitativen Faktoren 15 nationale und internationale Unternehmen identifiziert, die eine eigene Frachtwaggonflotte besitzen und entweder in der Waggonvermietung oder in der Schienengüterlogistik tätig sind.
288. Die Auswahl der letztendlich herangezogenen Vergleichsunternehmen erfolgt u.a. anhand eines Scoring-Modells, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt beurteilt wird. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen anhand qualitativer und quantitativer Kriterien analysiert und anhand dieser Kriterien mit VTG verglichen.
289. Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell wie VTG aufweisen. Dies soll sicherstellen, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends ausgesetzt sind. Maßgeblich für dieses Kriterium war bei der Peer Group Analyse, dass die Vergleichsunternehmen eine eigene Güterwaggonflotte besitzen.
290. Zudem können Unternehmen in verschiedenen regionalen Märkten unterschiedlichen politischen, wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden. Das zweite qualitative Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt

daher den geographischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher. In Bezug auf die regionale Vergleichbarkeit wurde der Fokus auf Europa, Russland und Nordamerika gelegt, da VTG vornehmlich in diesen Märkten aktiv ist.

291. Die Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.
292. Die gewählten quantitativen Kriterien Größe (Umsatzerlöse), Profitabilität (erwartete EBITDA-Marge) und Kapitalintensität (Kapitalumschlag) sind fundamentalanalytisch begründet und erhöhen empirisch die Güte von rein qualitativen Selektionskriterien.
293. Alle aufgeführten qualitativen und quantitativen Kriterien fließen in die Scoring-Analyse ein, sodass sechs börsennotierte Unternehmen identifiziert werden konnten, die eine ausreichende Vergleichbarkeit zu VTG aufweisen. Hierbei wurden die qualitativen und quantitativen Kriterien jeweils mit insgesamt 50% gewichtet. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu folgender Peer Group:

Peer Group-Auswahl							
Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Umsatz LTM	Ø EBITDA Marge 2021-2022	Vermögensumschlag 2020	Allgemeine Vergleichbarkeit
GATX Corporation	USA	Sehr hoch	Mittel	1.043	61,75%	0,1x	
Touax SCA	Frankreich	Hoch	Hoch	163	30,73%	0,4x	
Trinity Industries, Inc.	USA	Mittel	Mittel	1.530	29,71%	0,2x	
Globaltrans Investment Plc	Russland	Mittel	Mittel	834	42,98%	0,7x	
Aves One AG	Deutschland	Hoch	Sehr hoch	124	70,45%	0,1x	
Pkp Cargo S.A.	Polen	Mittel	Mittel	897	17,11%	0,5x	
Median				866	36,85%	0,3x	
Mittelwert				765	42,12%	0,3x	

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

2.4.2 Peer Group-Übersicht

294. Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen, insbesondere deren Geschäftstätigkeiten, lassen sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen:

295. GATX Corporation

Die GATX Corporation ist einer der größten nordamerikanischen Vermieter von Schienenfahrzeugen mit Hauptsitz in Chicago, USA. Das Unternehmen bietet Full-Service-Vermietungen einschließlich der Instandhaltung von Eisenbahnwaggons und kundenspezifischer Dienstleistungen an und ist in drei Geschäftsbereiche unterteilt: Rail North America, Rail International und Portfolio Management. GATX besitzt eine Flotte von ca. 118.000 Eisenbahnwaggons, die Rail North America zugeordnet sind, und 31.000 Waggons, die Rail International (Europa, Russland und Indien) zugeordnet sind. Das Durchschnittsalter der Waggons in Nordamerika liegt bei ca.

20 Jahren und in Europa bei ca. 17 Jahren.⁸⁷ Die GATX vermietet derzeit Kesselwaggons, Güterwaggons und Lokomotiven in Nordamerika, Kesselwaggons und Güterwaggons in Europa und Russland sowie Güterwaggons in Indien. Die Kunden der GATX sind hauptsächlich in der Mineralöl-, Chemie-, Lebensmittel-/Landwirtschafts- und Transportindustrie tätig.

296. **Touax SCA**

Touax SCA vermietet, verwaltet und verkauft weltweit Gütertransportausrüstung und ist in den Geschäftsbereichen Güterwaggons, Flussschiffe und Schiffscontainer tätig. Das Unternehmen mit Hauptsitz in La Défense, Frankreich, verwaltete zum 31. Dezember 2020 eine Flotte von rund 11.309 Güterwaggons, von denen sich ein Drittel im Besitz von Drittinvestoren befindet. Das Durchschnittsalter der Flotte beträgt 21 Jahre und verteilt sich auf intermodale Waggons, Autotransportwaggons, Coil-Carrier und andere Waggons, die für den Transport von schweren Gütern wie Zement, Getreide usw. geeignet sind. Die Mietaktivitäten der Geschäftsbereiche Güterwaggons und Container generieren ca. 68 % der Gesamterlöse. Touax ist in den meisten europäischen Ländern (einschließlich Großbritannien) vertreten und baut derzeit sein Geschäft in Asien aus.

297. **Trinity Industries, Inc.**

Trinity Industries, Inc. ist ein führender Anbieter von Schienenprodukten und -dienstleistungen in Nordamerika. Unter dem Markennamen „TrinityRail“ bietet der Konzern die Vermietung und das Management von Schienenfahrzeugen, den Bau sowie die Wartung und den Umbau von Schienenfahrzeugen an. Die wesentlichen operativen Aktivitäten sind in drei Segmente unterteilt: Railcar Leasing and Management Services Group, Rail Products Group und All Other. Die Railcar Leasing and Management Services Group bietet Mietverträge für Güter- und Kesselwaggons in Nordamerika an und generiert dort rund 40% des Konzernumsatzes.⁸⁸ Zum 31. Dezember 2020 umfasste die Flotte 107.045 Eisenbahnwaggons. Das Segment Rail Products Group stellt Güter- und Kesselwaggons her, die für den Transport einer Vielzahl von Flüssigkeiten, Gasen und Trockengütern eingesetzt werden.

298. **Globaltrans Investments Plc**

Globaltrans Investment PLC und ihre Tochtergesellschaften ist eine in Russland, den CIS und den baltischen Staaten tätige Gütertransportgruppe. Das Hauptgeschäft der Gruppe ist die Erbringung von Schienengütertransportdienstleistungen. Der Schwerpunkt des Gütertransportgeschäfts der Gesellschaft liegt auf metallurgischen Gütern, Erdölprodukten und Öl sowie Kohle. Der Konzern ist auch im operativen Leasing von Schienenfahrzeugen tätig. Der Konzern verfügt über eine Gesamtflotte von 71.688 Waggons, darunter Universalgondelwaggons (64%), Kesselwaggons (28%), Spezialcontainer und Flachwaggons. Das Durchschnittsalter der Waggons in der Flotte beträgt derzeit 12 Jahre.

⁸⁷ GATX, Geschäftsbericht 2020, S. 4.

⁸⁸ Trinity Industries Inc., Geschäftsbericht für 2020

299. **PKP Cargo S.A.**

PKP Cargo S.A. ist eines der größten europäischen Unternehmen des Eisenbahngüterverkehrs mit Hauptsitz in Warschau, Polen. Die Geschäftstätigkeit umfasst die Bereiche Transport (Schienenlogistik), Intermodal, Forwarding (Bahn- und Straßenspedition), Terminals, Gleisanschlüsse und Rolling Stock (Instandhaltung von Waggons und Lokomotiven). Zum 31. Dezember 2020 betrieb das Unternehmen 58.453 Waggons und 2.071 Lokomotiven. PKP Cargo bedient Kunden aus den Branchen Bergbau- und Metallverarbeitung, Strom- und Wärmezeugung und der Bau-, Chemie-, Holz-, Lebensmittel- und Automobilindustrie. Die Kunden sind Spediteure und Industrieunternehmen in der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und der Slowakei.

300. **Aves One AG**

Der Aves One Konzern ist ein Logistikunternehmen mit Sitz in Hamburg, das langlebige Logistik-Assets mit dem Schwerpunkt Schienengüterwaggons hält. Zu den Kunden gehören Eisenbahngesellschaften, große Industrie- und Logistikunternehmen sowie Chemie- und Mineralölunternehmen. Durch Akquisitionen wurde das Rail-Portfolio seit 2015 von 418 Güterwaggons auf ca. 11.000 Güter- und Kesselwaggons ausgebaut. Zudem verfügt Aves One über ein Portfolio an Wechselbrücken. Zu den Hauptmietern der Wechselbrücken zählen Logistikunternehmen aus dem sogenannten Kurier-, Express- und Paket-Markt.

3. ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

301. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1 und den im Oktober 2011 vom Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuations“ veröffentlichten DVFA-Empfehlungen, welche im Dezember 2012 final verabschiedet wurden, gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.
302. Auftragsgemäß nehmen wir eine eigenständige Bewertung von VTG zum 22. September 2021 unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen vor. Im Folgenden werden die sich aus diesen Grundsätzen der Unternehmensbewertung ergebenden Vorgehensweisen und die gesetzten Prämissen sowie deren jeweiligen Unterschiede dargestellt.

3.1. Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG

303. Die Übertragung von Aktien auf Verlangen eines Aktionärs gemäß § 327a AktG setzt die Gewährung einer angemessenen Barabfindung voraus. Die Festlegung der Barabfindung erfolgt durch den Hauptaktionär gemäß § 327b AktG. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen.
304. In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung setzt die Ermittlung der angemessenen Abfindung die Ermittlung eines angemessenen Unternehmenswerts der VTG AG zum Zeitpunkt der über den Squeeze Out beschlussfassenden Hauptversammlung voraus. Als eine mögliche Vorgehensweise zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Unternehmenswerts akzeptieren die Gerichte die Grundsätze zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner in Abhängigkeit vom Bewertungsanlass erforderlich.
305. Darüber hinaus stellt die Wertermittlung nach den DVFA-Empfehlungen eine mögliche Vorgehensweise dar.
306. Bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung für Aktien einer börsennotierten Gesellschaft darf der Börsenkurs als ein möglicher Indikator für den Verkehrswert der Aktie nach höchstgerichtlicher Rechtsprechung nicht außer Betracht bleiben, wenngleich eine Überprüfung der Aussagekraft des Börsenkurses für den Verkehrswert der Aktien erforderlich ist. In Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses ist weiterhin zu unterscheiden, ob die Aktien im regulierten

Markt oder im Freiverkehr gehandelt werden. Dies spielt insofern eine Rolle, als dass die BaFin in ihrer Berechnung des gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurses nur solche Geschäfte einbezieht, die in den fraglichen Aktien im regulierten Markt an Börsen in Deutschland getätigt wurden. Somit bleiben die Geschäfte, die im Freiverkehr getätigt werden nach der Vorgehensweise unberücksichtigt und demzufolge kann in diesem Fall von der BaFin kein historischer Mindestpreis für den Börsenkurs der VTG-Aktien ermittelt werden. Ungeachtet dessen, wird eine Analyse des Dreimonatsdurchschnittskurses auf Grundlage der Börsenkurse der VTG Aktie im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg im Hinblick auf die Aussagekraft für den Verkehrswert der Aktien vorgenommen.

3.2. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA

307. Der Unternehmenswert wird durch das Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen Werte bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.
308. Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können. Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).⁸⁹
309. Der Wert eines Unternehmens nach IDW S 1 ist anlassbezogen zu ermitteln. Er bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Zur Ableitung des Barwerts der Nettozuflüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.⁹⁰
310. Der Unternehmenswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und der Veräußerung etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte erwirtschaftet werden (sog. Zukunftserfolgswert). Hierzu werden nach Theorie und Praxis die Ertragswertmethode und die Varianten der Discounted Cashflow-Methode („DCF-Methode“) verwendet. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.⁹¹

⁸⁹ Vgl. IDW S 1 Rz. 22 ff.

⁹⁰ Vgl. IDW S 1 Rz. 25.

⁹¹ Vgl. IDW S 1 Rz. 101.

311. Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die als Nettoeinnahmen in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip). Dabei ist bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten.
312. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich direkt durch Nettokapitalisierung anhand der sogenannten Ertragswertmethode bzw. des Equity-Ansatzes als eine Variante der Discounted Cashflow-Methode oder indirekt durch Bruttokapitalisierung nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (sog. WACC-Ansatz), dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz ermitteln. Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtswerts (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
313. Im Rahmen der Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen wird üblicherweise nach IDW S 1 gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorgenommen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragsteuern sind sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).
314. Bei unternehmerischen Initiativen, bei denen die Bewertung als objektivierter Informationsgrundlage dient, kann von einer mittelbaren Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Eigentümer ausgegangen werden. Hierbei wird die Annahme getroffen, dass die Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio auf der Anteilseignerebene einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen. Im Bewertungskalkül wird dann auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes verzichtet. Diesem Ansatz wurde hier im Rahmen der Ermittlung eines DCF-Werts nach den DVFA-Empfehlungen sowie eines Ertragswerts vor persönlichen Steuern nach IDW S 1 gefolgt.
315. Anders als der IDW S 1 gehen die DVFA-Empfehlungen für die Bestimmung des Verkehrswerts vom Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abgeleiteten Fundamentalwerts aus. Damit wird für die Modellierung des Modell-Unternehmenserwerbers viel stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer Unternehmenserwerber herangezogen. Konkretisiert wird dies im Prinzip der Methodenvielfalt, d.h. dass die Multiplikator-Methode gleichberechtigt zu den Cashflow-basierten Diskontierungsverfahren ist, explizit mit Wertbandbreiten zur Beurteilung des Verkehrswerts des Eigenkapitals operiert wird und spezifische Annahmen zur Vorgehensweise des markttypischen Unternehmenserwerbers transparent dargestellt werden.

316. Zur weiteren Interpretation des Konzeptes des markttypischen Unternehmenserwerbers und der von diesem zu unterstellenden Unternehmensplanung kann auf das durch den Rechnungslegungsstandard IFRS 13 zur Ermittlung beizulegender Zeitwerte (sog. Fair Value Measurement) etablierte Konzept der üblichen Marktteilnehmer (sog. Market Participants) zurückgegriffen werden.⁹² Hiernach bemisst sich der beizulegende Zeitwert eines Vermögenswerts anhand der Annahmen, die Marktteilnehmer bei der Preisbildung für den Vermögenswert zugrunde legen würden, wobei die Marktteilnehmer in ihrem besten wirtschaftlichen Interesse handeln.⁹³ Gleichzeitig ist die Fähigkeit des Marktteilnehmers zu berücksichtigen, durch die höchste und beste Verwendung des Vermögenswerts wirtschaftlichen Nutzen zu erzeugen.⁹⁴ Bei Unterstellung einer fiktiven Verhandlungssituation wird ein rational handelnder markttypischer Unternehmenserwerber seinen Grenzpreis für den Erwerb des Vermögenswerts unter der Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzbarkeit ermitteln. Eine Prämie wird der rational handelnde markttypische Unternehmenserwerber jedoch nur in der Höhe zahlen, als dies für den sicheren Erwerb der Anteile und damit zu seiner eigenen Wertoptimierung notwendig ist. Insofern sind bei Unterstellung eines markttypischen Unternehmenserwerbers rein käuferindividuelle Synergien nicht in der Unternehmensplanung und Bewertung zu berücksichtigen.
317. Die Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzung des Vermögenswerts durch den markttypischen Unternehmenserwerber sei nicht als Meistbegünstigungsprinzip misszuverstehen, welches zu einer nicht mehr realistischen, plausiblen oder auf konsistenten Prämissen beruhenden Planung führen würde. Gleichzeitig liegt eine optimale wirtschaftliche Nutzung jedenfalls auch dann nicht vor, wenn sich die ihr zugrundeliegenden Planannahmen als offensichtlich konservativ, pessimistisch oder auch zu optimistisch darstellen oder ggf. sogar auf falschen Tatsachen beruhen. Insofern stehen die DVFA-Empfehlungen in Einklang mit der betriebswirtschaftlichen Literatur, in welcher die Verwendung von Erwartungswerten zur Ableitung von Unternehmenswerten mit risikoangepassten Zinsfüßen gefordert wird.

3.3. Relevanz von Preisen und Börsenkursen

318. Bei börsennotierten Gesellschaften kann für Bewertungszwecke grundsätzlich auf den Börsenkurs abgestellt werden. Der Preis für Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (zum Beispiel Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) können festgestellte Börsenkurse mehr oder weniger stark

⁹² Vgl. IFRS 13, Anhang A: Im Standard wird der beizulegende Zeitwert auf der Grundlage eines „Abgangspreises“ definiert und eine Fair-Value-Hierarchie eingeführt, was zu einer marktbasierten und nicht unternehmensspezifischen Bewertung führt. Der beizulegende Zeitwert ist gemäß IFRS 13 „der Preis, der im Zuge eines geordneten Geschäftsvorfalls unter Marktteilnehmern am Bemessungsstichtag beim Verkauf eines Vermögenswerts zu erhalten wäre oder bei Übertragung einer Schuld zu zahlen wäre.“

⁹³ Vgl. IFRS 13, Rz. 22.

⁹⁴ Vgl. IFRS 13, Rz. 27.

von dem Wert des gesamten Unternehmens bzw. dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwerk abweichen, sodass dieser Stichtagskurs als Ausgangspunkt für die direkte Ableitung des Unternehmenswerts ungeeignet sein kann.

319. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – gemäß IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen.⁹⁵ Gemäß den DVFA-Empfehlungen stellt der Börsenkurs grundsätzlich ein eigenständiges Bewertungsverfahren dar.
320. Jedoch können Argumente gegen eine direkt oder indirekt aus Börsenkursen abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da diese von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Markts, von zufallsbedingten Umsatzerlösen, besonderen Marktsituationen und von spekulativen Marktbewegungen beeinflusst sein kann. Zudem kann eine Verwendung von Börsenkursen als Grundlage des Werts des Eigenkapitals eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie zum Beispiel die verabschiedete Unternehmensplanung, verwendet.
321. Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung ist die Abfindung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln.⁹⁶ Nach dieser Rechtsprechung bildet der gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs (vor Bekanntgabe der Maßnahme) die Untergrenze der angemessenen Abfindung, sofern nicht aufgrund von Marktmanipulationen, Insiderhandel oder Marktengen der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert der Aktie entspricht. In die Berechnung des gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurses nach der Vorgehensweise der BaFin gehen nur solche Geschäfte ein, die mit den fraglichen Aktien in einem organisierten Markt⁹⁷ in Deutschland getätigt wurden. Geschäfte, die im Freiverkehr getätigt werden, bleiben entsprechend der Vorgehensweise der BaFin bei der Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses grundsätzlich unberücksichtigt.
322. Infolge des im März 2019 unterbreiteten Delisting-Erwerbsangebots der Warwick Holding GmbH werden VTG-Aktien seit April 2019 nicht mehr in einem organisierten Markt in Deutschland sondern ausschließlich im Freiverkehr an der Wertpapierbörse Hamburg gehandelt.⁹⁸ Entsprechend hat die BaFin der Warwick mit Schreiben vom 19. April 2021 mitgeteilt, dass mangels verfügbarer Börsenkurse kein Dreimonatsdurchschnittskurs ermittelt werden konnte. Auch wenn die Kursbildung der VTG-Aktien nicht an einem organisierten Markt zustande gekommen ist und daher für die Ermittlung der Abfindung ungeeignet ist, wird dennoch eine Analyse des

⁹⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 13.

⁹⁶ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, BGH, Beschluss vom 12. März 2001 · Az. II ZB 15/00 und BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

⁹⁷ Zur Definition organisierter Märkte vgl. § 2 Abs. 11 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. § 1 Abs. 1, § 2 Abs. 7 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)

⁹⁸ Der Freiverkehr stellt keinen organisierten Markt i. S. v. § 2 Abs. 11 WpHG dar.

Börsenkurses auf Basis des Handels im Freiverkehr in dieser Gutachtlichen Stellungnahme vorgenommen.⁹⁹

3.4. Bewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode

323. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 nach der Ertragswert- oder der Discounted Cashflow (DCF)-Methode ermittelt werden.¹⁰⁰ Da die sachgerechte Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsmethoden keinen Einfluss auf den Unternehmensgesamtwert hat, sind gem. IDW S 1 beide Diskontierungsmethoden gleichwertig anzusehen. Bei gleichen Bewertungsannahmen führen beide Methoden zu gleichen Unternehmenswerten.¹⁰¹ Da zudem alle Verfahren der DCF-Methode (Cashflow-to-Equity-, WACC-, Adjusted Present Value und Total Cashflow-Ansatz) bei konsistenten Annahmen zu dem gleichen Bewertungsergebnis führen, sind sowohl nach den Grundsätzen des IDW S 1 als auch nach den DVFA-Empfehlungen grundsätzlich alle DCF-Ansätze anwendbar.
324. Aufgrund der Überführbarkeit der Ableitung der finanziellen Überschüsse bei Ermittlung des DCF-Werts vor und nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 wird für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts auf den Cashflow-to-Equity-Ansatz vor persönlichen Steuern abgestellt.

3.4.1 Wert des Eigenkapitals und DCF-Wert

325. Beim Cashflow-to-Equity-Ansatz wird der DCF-Wert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows („Cashflow-to-Equity“) mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zum Bewertungsstichtag berechnet. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich aus dem DCF-Wert abzüglich der Minderheiten und zuzüglich der Sonderwerte.

DCF-Wert

-	Minderheiten
+	<u>Sonderwerte</u>
=	Wert des Eigenkapitals

326. Im Cashflow-to-Equity-Ansatz wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis (vor Minderheiten) ermittelt. Davon sind die Brutto-Investitionen in das Anlagevermögen abzüglich Abschreibungen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.

⁹⁹ Vgl. Kapitel 6.4. Vergleichsorientierte Bewertung anhand von Referenzpreisen.

¹⁰⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

¹⁰¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	Steuern vom Einkommen und vom Ertrag
=	Jahresergebnis (vor Minderheiten)
+	Abschreibungen
-	Brutto-Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen
-/+	Veränderung des Netto-Umlaufvermögens (inkl. operativem Kassenbestand)
-/+	Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten
=	Gewinnthesaurierung
=	Cashflow-to-Equity bzw. finanzieller Überschuss

327. Die Berechnung des DCF-Werts wird nach beiden Grundsätzen zunächst vor persönlichen (Einkommen-) Steuern der Anteilseigner vorgenommen und somit die sog. mittelbare Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet. Der Ertragswert unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung unterscheidet sich vom DCF-Wert gemäß des Cashflow-to-Equity-Ansatzes durch die Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner. Da der Cashflow-to-Equity den an die Eigenkapitalgeber auszuschüttenden finanziellen Überschüssen entspricht, ist der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern zu diskontieren.

328. Bei der Ertragswertmethode nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) startet die Definition des bewertungsrelevanten Zahlungsstroms beim Jahresergebnis nach Steuern, aber vor Minderheiten. Davon sind die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen (Working Capital) und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	Steuern vom Einkommen und vom Ertrag
=	Jahresergebnis nach Steuern (vor Minderheiten)
-	Gewinnthesaurierung
=	Konzernergebnis nach Gewinnthesaurierung
	<i>Davon Dividendenausschüttung (abzüglich 26,4% Abgeltungsteuer + SolZ)</i>
	<i>Davon fiktive Thesaurierungen (abzüglich 13,2% Abgeltungsteuer + SolZ)</i>
=	Finanzieller Überschuss nach persönlichen Steuern

329. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode nach IDW S 1 sind darüber hinaus zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurie-

rungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu differenzieren, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner besteuert werden.

330. Die Planung des Cashflow-to-Equity bzw. der Ausschüttungen wird üblicherweise in drei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase, umfasst einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Planungsrechnung des Bewertungsobjekts. Da sich das Bewertungsobjekt zum Ende der Detailplanungsphase zumeist noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „nachhaltigen Zustand“ befindet, sind im Rahmen einer Konvergenzphase, entsprechende Annahmen, zum Beispiel in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen. Die dritte, sogenannte Fortführungsphase („Terminal Value“ bzw. kurz „TV“ oder „Ewige Rente“) unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand, innerhalb dessen die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen werden.¹⁰²

3.4.2 Minderheiten

331. Da Minderheiten bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zunächst unberücksichtigt bleiben, wird eine gesonderte Bewertung der auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse vorgenommen. Dabei werden die auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse mit den risikoäquivalenten Eigenkapitalkosten des jeweiligen Bewertungsobjekts der jeweiligen Periode diskontiert. Der so ermittelte Barwert wird dann von dem ermittelten DCF-Wert abgezogen.

3.4.3 Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

332. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des DCF-Werts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem DCF-Wert hinzuzufügen. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte, wie zum Beispiel überschüssige liquide Mittel, oder zur Veräußerung bestimmte Vermögenswerte, in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche operative Unternehmensaufgabe berührt wäre.

3.4.4 Wert des Eigenkapitals

333. Die Summe aus DCF-Wert, Sonderwerten und Minderheiten (als Abzugsposition) führt letztlich zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

¹⁰² Vgl. IDW S 1, Rz. 75ff.

3.5. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

334. Neben der Ableitung des Unternehmenswerts und der Darstellung von Wertbandbreiten auf Basis der DCF-Methode ermitteln wir Unternehmenswerte und Bandbreiten mit Hilfe der Multiplikator-Methode.
335. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig als Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von Vergleichsunternehmen abgeleitet wird. Wie die DCF- und Ertragswertmethode wird auch die Multiplikator-Methode den Gesamtbewertungsverfahren zugeordnet.
336. Auftragsgemäß legen wir neben den Grundsätzen des IDW S 1 die DVFA-Empfehlungen zugrunde. Diese stellen auf die Perspektive des markttypischen Unternehmenserwerbers ab, welcher verschiedene Bewertungsmethoden, i.d.R. Multiplikator-gestützte Methoden und DCF-Methode, nebeneinander anwendet und Entscheidungen auf Basis verschiedener Analysen trifft. Gegenüber dem IDW S 1 steht die Multiplikator-Bewertung daher in den DVFA-Empfehlungen grundsätzlich gleichrangig neben anderen Methoden,¹⁰³ sofern nicht branchenbedingte oder unternehmensspezifische Besonderheiten die Bevorzugung einer Methode rechtfertigen.
337. Das theoretische Fundament der Multiplikator-Bewertung ist das sog. Law of One Price (Gesetz von der Unterschiedslosigkeit der Preise), welches i.e.S. besagt, dass gleiche Güter am selben Markt zum selben Preis gehandelt werden sollten, andernfalls würden Arbitrage-Möglichkeiten entstehen. Weiter gefasst kann darunter auch verstanden werden, dass vergleichbare Vermögenswerte (zum Beispiel Unternehmen oder Unternehmensanteile) zu vergleichbaren Preisen gehandelt werden sollten.
338. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Jahresüberschuss etc., in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (die Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrundeliegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmensgesamtwert ein proportionaler Zusammenhang besteht. Die genannten Bezugsgrößen werden hilfsweise herangezogen, da für Cashflow- und Kapitalrenditegrößen (insbesondere für die Peer Group) regelmäßig keine Prognosen von Analysten erstellt und veröffentlicht werden. Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass der Ausgangspunkt der Bewertung die beobachtbaren Preise darstellen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise über verschiedene Bewertungsschritte angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamtwert zu erhalten (analog zur DCF-Methode). Solche Anpassungen können v.a. bei

¹⁰³ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012.

verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks (zum Beispiel durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein.

339. Ein Vorteil der multiplikatorgestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode (ebenso wie die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können und über Bewertungsanpassungen durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sonder-situationen kritisch gewürdigt werden.
340. Im Rahmen der hier empfohlenen Vorgehensweise nutzt die multiplikatorgestützte Bewertung daher, ebenso wie die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis der gleichen Unternehmensplanung, die auch bei der DCF-Methode verwendet wird) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung der Diskontierungsmethode.
341. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Preis zur Bezugsgröße des Vergleichsunternehmens. Analysen basieren regelmäßig auf Multiplikatoren der vergangenen zwölf Monate bzw. des vergangenen Jahres (sog. LTM-Multiplikatoren bzw. Stichtags-Multiplikatoren) sowie der darauffolgenden Jahre (sog. Forward-Multiplikatoren; hier 2021 und 2022). Grundsätzlich sind zukunftsorientierte Multiplikatoren bei der marktpreisorientierten Bewertung vorzuziehen. Historische Multiplikatoren, wie LTM-Multiplikatoren, können durch Sondereffekte verzerrt sein. Zukunftsorientierte Multiplikatoren hingegen basieren typischerweise auf normalisierten Schätzungen von Analysten, während LTM-Multiplikatoren auf Ist-Werten basieren. LTM-Multiplikatoren finden zur Wahrung der Zeitkongruenz primär Verwendung bei Transaktions-Multiplikatoren (Transaction Multiples).

3.6. Liquidationswert

342. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswert- oder DCF-Methode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet.¹⁰⁴ Der Liquidationswert wird sowohl im Konzept des IDW S 1 als auch im Rahmen der DVFA-Empfehlungen als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt.¹⁰⁵ Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen der beschriebenen Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.

¹⁰⁴ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

¹⁰⁵ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 8.

343. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.¹⁰⁶
344. Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte und Schulden bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenswerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen zukommen, da in diesen Vermögenswerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.
345. Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass sich eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit (Zerschlagung) negativ auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, auswirkt, die finanziellen Überschüsse bei einer Zerschlagung aber relativ früh anfallen. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre (Abwicklung) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise deutlich später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.
346. Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, zum Beispiel Sozialplanverpflichtungen, sowie durch Liquidation entfallende Verpflichtungen wie Aufwands- und Kulanzrückstellungen bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse werden in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie um Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.
347. Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Vermögenswerte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.¹⁰⁷ Substanzwerte werden daher im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt.
348. Darüber hinaus wurde aufgrund des positiven Marktwert-/ Buchwertverhältnisses kein Liquidationswert ermittelt, da dieser nicht maßgeblich ist. Die geplante Rendite auf das eingesetzte Kapital (sog. Return on Capital Employed oder ROCE) liegt im Planungszeitraum, in der Konvergenzphase und in der ewigen Rente stets über den verschuldeten Eigenkapitalkosten und den Gesamtkapitalkosten, sodass davon auszugehen ist, dass eine Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.¹⁰⁸

¹⁰⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 5, 140f.

¹⁰⁷ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 6.

¹⁰⁸ Vgl. Kapitel 4.6

3.7. Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA

349. Sowohl nach IDW S 1 wie auch gemäß den DVFA-Empfehlungen sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen. Nach IDW S 1 versteht man unter Synergieeffekten die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Ferner ist zur Ermittlung eines objektvierten Werts gemäß IDW S 1 zwischen sog. echten und unechten Synergien zu unterscheiden.¹⁰⁹ Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektvierten Unternehmenswerts grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergiestiftenden Maßnahmen bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet, im Unternehmenskonzept dokumentiert oder bereits hinreichend konkretisiert sind.¹¹⁰ Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen.
350. Im Unterschied zum IDW S 1 basieren die DVFA-Empfehlungen auf dem Konzept des markttypischen Unternehmenserwerbers. Der markttypische Unternehmenserwerber wird seine rein käuferindividuellen Synergien bzw. wertbestimmenden Faktoren in einer unterstellten fiktiven Verhandlungssituation nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen. Rein käuferindividuelle Synergien sind dabei unabhängig von der Definition echter oder unechter Synergien des IDW S 1. So stellen rein käuferindividuelle Synergien unabhängig vom jeweiligen Bewertungsanlass jenen Anteil am gesamten Synergiepotential dar, der ausschließlich dem spezifischen Käufer bzw. Mehrheitsaktionär zuzuordnen ist. Diese sind nicht in der Bewertung zu berücksichtigen. Im Gegensatz dazu sind Synergien, die jeder markttypische Unternehmenserwerber realisieren kann, in der Bewertung zu berücksichtigen („Market Participant-Synergien“). Dies gilt jedoch nur, wenn die Planung nicht bereits Synergien enthält.
351. Eine Berücksichtigung unechter Synergien bzw. von Market Participant-Synergien nach DVFA ist im vorliegenden Fall lediglich für die Delisting-Effekte erforderlich. Da das Delisting bereits vor Durchführung des Squeeze Out erfolgte, sind hieraus auftretende Kosteneinsparungen bereits in der Planungsrechnung von VTG berücksichtigt worden.

¹⁰⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 33 ff.

¹¹⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008 Rz. 34; auch in Abgrenzung zu IDW S 1 i.d.F. 2005.

4. UNTERNEHMENSPLANUNG DES BEWERTUNGSOBJEKTS

4.1. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

IDW S 1

352. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert 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 und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren.¹¹¹ Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie daraus vermutlich resultierende finanzielle Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich.¹¹² Ferner ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen.¹¹³ Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung, abgeleitet werden.¹¹⁴
353. Ergänzend ist im IDW Praxishinweis 2/2017¹¹⁵ konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Planungsrechnung sollte in den folgenden drei Bereichen erfolgen:
- Rechnerische und formelle Plausibilität
 - Interne Plausibilität
 - Externe Plausibilität
354. Den ersten Schritt stellt i.d.R. die rechnerische und formelle Überprüfung der Unternehmensplanung dar. Dabei werden die Fehlerfreiheit der Berechnungen und die Konsistenz der Annahmen zwischen den Teilplänen überprüft. Die erste inhaltliche Würdigung erfolgt sodann bei der internen Plausibilisierung. Diese besteht zum einen aus dem Abgleich der Unternehmensplanung mit den strategischen und operativen Zielen der oberen Führungsebene. Zum anderen sollte eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der Unternehmensplanung.

¹¹¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 29.

¹¹² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 32.

¹¹³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 81.

¹¹⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 27 i.V.m. Rz. 81.

¹¹⁵ Vgl. IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, 2/2017.

Letztlich sollte die Unternehmensplanung auch anhand externer Maßstäbe plausibilisiert werden. Dies umfasst sowohl allgemeine Marktanalysen als auch die Analyse des spezifischen Wettbewerbsumfelds des zu bewertenden Unternehmens. Die externe Plausibilisierung stellt sicher, dass die vom Unternehmen aufgestellte Planung nicht in Widerspruch zu makroökonomischen, absatzmarktspezifischen sowie wettbewerbsrelevanten Entwicklungen und Prognosen steht. Insbesondere die SWOT-Analyse, in der die wesentlichen unternehmensinternen und externen Faktoren komprimiert analysiert werden, ist essentiell für die externe Plausibilisierung der Planungsrechnung.

DVFA-Empfehlungen

355. In Ergänzung zum IDW S 1 haben wir auftragsgemäß eine Würdigung der Unternehmensplanung unter dem Wertkonzept eines markttypischen Unternehmenserwerbers, wie er in den DVFA-Empfehlungen für Unternehmensbewertung vorgesehen ist, vorgenommen. Hiernach bewertet der markttypische Unternehmenserwerber das Unternehmen auf Basis einer angenommenen, künftig geplanten Unternehmenspolitik. Diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungspolitik und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Diese Annahmen müssen mit Blick auf den markttypischen Unternehmenserwerber konsistent sein, wobei der Erwerber rein käuferindividuelle Synergien bzw. wertbestimmende Faktoren nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises (hier: Ausgleich und Barabfindung) berücksichtigen wird.¹¹⁶ Grundlage ist die integrierte Unternehmensplanung (ebenfalls bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung) basierend auf den tatsächlichen Erwartungen und dem Kenntnisstand des unterstellten markttypischen Unternehmenserwerbers am Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des Wertaufhellungsprinzips.¹¹⁷
356. Der nach DVFA anzuwendende Maßstab in Bezug auf die der Bewertung zugrundeliegenden Planung bezieht sich somit auf die rechnerische Richtigkeit, die Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planannahmen beruhen, die Widerspruchsfreiheit sowie die Analyse, ob die Planungsrechnung mit den fiktiven Annahmen eines markttypischen Unternehmenserwerbers übereinstimmt.

Angewandeter Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

357. Im Folgenden analysieren wir zur Plausibilisierung der Planung den grundsätzlichen Aufbau der Planung, den Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung wird dabei durch die höchstrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.¹¹⁸ Da

¹¹⁶ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 11.

¹¹⁷ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 13.

¹¹⁸ Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24. Mai 2012, Abs. 12.

auftragsgemäß eine eigenständige Ermittlung des Unternehmenswerts von VTG durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planung vorgenommen.

358. Daher bezieht sich der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegte Unternehmensplanung analog zu IDW S 1, den DVFA-Empfehlungen und der Rechtsprechung auf die rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie der Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.
359. Vor diesem Hintergrund werden, unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld, kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt. Die Analysen beinhalten ein Benchmarking mit historischen Ergebnissen und einen Vergleich mit Analystenschätzungen für die Peer Group.

4.2. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

360. Die folgende Analyse des Planungsprozesses und der Aufbau der Planungsrechnung bezieht sich auf die Konzernplanung von VTG. In diese Konzernplanung wurden bis auf die verbundenen nicht konsolidierten Unternehmen VTG Nakliyat Lojistik Kiralama Limited Sirketi, VTG Mission-line Tanktainer do Brasil Ltda, VTG Tanktainer Asia Pte Ltd., VTG Tanktainer Finland Oy und VTG Tanktainer North America, Inc. sowie die übrigen Gesellschaften AWILOG Transport GmbH, Kombi-Verkehr GmbH & Co. KG, SEGUR SARL, SIMAD Société Immobilière de la Madeleine und Steeltrack S.A. alle Tochtergesellschaften miteinbezogen. Der Planungsprozess von VTG erfolgt grundsätzlich über einen mehrstufigen Top-Down/Bottom-Up Ansatz im Gegenstromverfahren und bezieht sich auf eine Dreijahresplanung. Die Vorbereitung des turnusmäßigen Budgetierungsprozesses findet zunächst auf Gruppenebene durch das Gruppencontrolling sowie den Vorstand im zweiten bzw. dritten Quartal des Jahres durch Erstellen einer ersten groben Planungsindikation für einzelne KPI statt. Hierzu werden Top-Down Holdingkosten, Abschreibungen und weitere KPIs bestimmt und an die Planungsverantwortlichen der einzelnen Geschäftsbereiche kommuniziert. Zudem werden dabei das Investitionsbudget und die Investitionsschwerpunkte vom Vorstand genehmigt und an die Geschäftsbereiche zur detaillierten Bottom-Up Planung weitergeleitet. Die Planung der Investitionsaufwendungen basiert auf der Analyse der Vorjahre sowie neuer Annahmen. Gleichzeitig werden von den Planungsverantwortlichen der Geschäftsbereichen erste Indikationen zu Umsätzen, Reparatur- und Instandhaltungskosten, Personalkosten und Investitionen erstellt und an das Gruppencontrolling weitergeleitet. Daraufhin werden die so ermittelten Planwerte und KPIs zunächst Top-Down zwischen Vorstand und dem Management der Geschäftsbereiche diskutiert und abgestimmt.
361. Daraufhin finden gleichzeitig ein Top-Down sowie ein Bottom-Up Planungsprozess statt. Im Rahmen des Top-Down-Ansatzes wird eine Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Kapitalflussrechnung durch das Controlling erstellt sowie der Finanzierungsbedarf ermittelt. Die Basis sind die in der Vorbereitung des Planungsprozesses von den Geschäftsbereichen kommunizierten KPIs und Steuerungsgrößen. Die Annahmen zu den Umsatz-KPIs (bspw. Anzahl Waggons, durchschnittlicher Mietpreis, Auslastung, etc.), den Kostenannahmen (Personal, Instandhaltung etc.) sowie die Finanzierungsplanung werden durch das Gruppencontrolling geprüft und

verdichtet. Zudem werden dabei die globalen Einflussfaktoren wie Wirtschaftswachstum, Inflation, Industriewachstum und Wechselkurse berücksichtigt.

362. Der Bottom-Up Prozess fällt zeitlich mit dem Start der Top-Down Planung zusammen, dauert ca. neun Wochen und orientiert sich an den in der Vorbereitung kommunizierten Top-Down Vorgaben für die Geschäftsbereiche. Die einzelnen Prozesse auf Ebene der Geschäftsfelder werden in strukturierter Abstimmung untereinander geplant und anschließend auf regionaler Ebene überprüft. In den Geschäftsbereichen der Waggonvermietung erfolgen die Planungen auf Basis der einzelnen Mietverträge sowie die Erlöse mit neugebauten Waggons anhand der vereinbarten Lieferfristen. In der Logistik erfolgt die Planung der Umsätze und Margen je Kunde. Zudem erfolgt eine detaillierte Planung von Flotteninstandhaltungs-, Modernisierungs- und Erweiterungsinvestitionen sowie eine Unterscheidung zwischen vertraglich bereits festgelegter und bisher nicht vertraglich festgelegter Investitionen intern durch die jeweiligen Geschäftseinheiten. Letztendlich basiert der Finanzierungsbedarf auf Gruppenebene auf den Bottom-Up Zahlen der einzelnen Geschäftsbereiche und wird vom Gruppencontrolling integriert ermittelt.
363. Während des Planungsprozesses finden regelmäßig im August und September die Bottom-Up und Top-Down Meetings zwischen dem Vorstand und Management der Geschäftsbereiche statt, in denen die Planung besprochen und koordiniert wird. Die Planungsergebnisse der einzelnen Geschäftseinheiten aus dem Bottom-Up Prozess fließen in die Aktualisierung der Top-Down Planung ein, in der die komplette integrierte Finanzplanung vom Konzerncontrolling erstellt wird. Anschließend werden die Planungsunterlagen im Oktober eines jeden Jahres im Rahmen der Planungspräsentation durch die jeweiligen Planungsverantwortlichen der Geschäftsbereiche und des Konzerncontrollings dem Vorstand der VTG AG vorgestellt. Im November wird die Planung nach Freigabe dem Aufsichtsrat übersandt, welcher diese zur Kenntnis nimmt und nach Erläuterungen durch den Vorstand anschließend das Budget für das nächste Jahr und die Planung für die weiteren beiden Jahre genehmigt.
364. Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende, integrierte Planungsrechnung von VTG umfasst die Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2023. Sie basiert grundsätzlich auf der im regulären Planungsprozess erstellten und am 16. November 2020 durch den Vorstand verabschiedeten Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2023. Diese wurde am 24. November 2020 dem Aufsichtsrat vorgestellt und von diesem genehmigt.
365. Aufgrund des zeitlichen Abstands zwischen der letzten verabschiedeten Planungsrechnung von November 2020 wurde unterjährig eine aktualisierte Planungsrechnung für den Zeitraum 2021 bis 2023 erstellt und am 1. Juli 2021 vom Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat genehmigt.
366. Die Planungsaktualisierung berücksichtigt die tatsächliche Geschäftsentwicklung bis zum 31. März 2021 inkl. der geplanten Desinvestitionen und der Implementierung verschiedener strategischer Initiativen und Ambitionen, welche Top-Down durch den Vorstand in der Planungsrechnung berücksichtigt wurden. Im Januar 2021 hat VTG in Zusammenarbeit mit einer Strate-

gieberatung den strategischen Review initiiert. Das Programm stellt eine umfassende strategische Überprüfung des Geschäftsmodells von VTG dar, mit dem Ziel, wesentliche Umsatzpotenziale und Kosteneinsparungspotenziale zu identifizieren und die Rentabilität von VTG weiter zu steigern. Im Rahmen des Projekts wurden bis zum Zeitpunkt der Planungsverabschiedung eine Vielzahl an Maßnahmen zur Steigerung der Rentabilität identifiziert, die entsprechenden Ergebniseffekte quantifiziert und entsprechend in der Planungsrechnung berücksichtigt. Die Maßnahmen konzentrieren sich auf eine Steigerung der Umsatzerlöse aus der Vermietung der Waggonflotte und Einsparungen von Reparatur und Instandhaltungskosten in Europa sowie der Personal- und Verwaltungskosten. Darüber hinaus wird in Ergänzung zu dem strategischen Review mit einer Anpassung der Strategie in der Geschäftsaktivität Tanktainer geplant sowie der Veräußerung des Nordamerikageschäfts. Über diese bereits konkretisierten Initiativen hinaus hat VTG weitere pauschale Ambitionen ergebnissteigernd als „Top-Down“-Anpassung in der Planungsrechnung berücksichtigt. Diese Ambitionen sind zum Zeitpunkt der Planungsverabschiedung weder mit konkreten Maßnahmen hinterlegt, noch konnte eine Quantifizierung der Effekte einzelner Maßnahmen vorgenommen werden.

367. Die Ergebniseffekte aus der Umsetzung der bereits konkretisierten Maßnahmen des strategischen Review sollen bis zum Jahr 2025 ff. realisiert werden. Die hieraus für die Planjahre 2021 bis 2023 erwarteten Effekte sind vollständig in der Planungsrechnung bis zum Jahr 2023 enthalten. Zur Abbildung der weiteren Effekte aus dem strategischen Review für die Jahre 2024 und 2025 hat VTG, in Ergänzung zur verabschiedeten Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2023, für die Jahre 2024 und 2025 eine strategische Fortschreibung der Planung vorgenommen. Zu dieser 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. Eine Fortschreibung der Bilanzplanung erfolgte nicht durch VTG.
368. Der Unternehmensbewertung wird die vom Vorstand am 1. Juli 2021 verabschiedete Planungsrechnung der Planjahre 2021 bis 2023 und die strategische Fortschreibung der Planjahre 2024 bis 2025 von VTG inklusive der Ambitionen (nachfolgend zusammengefasst als „Planungsrechnung“ bezeichnet) zugrunde gelegt. Die Berücksichtigung der strategischen Fortschreibung für die Jahre 2024 und 2025 erfolgt, da erst in diesen Jahren die positiven Effekte aus dem strategischen Review voll zum Tragen kommen und laut Vorstand der beste Schätzer für die mittelfristige Entwicklung von VTG sind. Ein striktes Abschneiden der Planungsrechnung nach dem Jahr 2023 im Einklang mit IDW S1 würde demnach wesentliche positive Wertbeiträge nicht berücksichtigen. Zudem enthält die Planungsrechnung nicht das Nordamerikageschäft von VTG, da dieses veräußert werden soll und der Verkaufsprozess zum Bewertungsstichtag voraussichtlich abgeschlossen ist. Das Nordamerikageschäft wird daher separat als Sonderwert in der Bewertung berücksichtigt.
369. Da die verabschiedete Planungsrechnung keine Berücksichtigung der steuerlichen Verlustvträge vorsieht, hat ValueTrust die Steuerplanung auf Basis der Konzernsteuerquote der VTG von 25% und der Nutzbarkeit der steuerlichen Verlustvträge in den jeweiligen Gesellschaften bzw. steuerlichen Organschaften bewertungstechnisch angepasst (Vgl. Anhang 4 Anpassungen

der Gewinn- und Verlustrechnung). Zudem wurde die Bilanzplanung der VTG für die Jahre 2024 und 2025 durch ValueTrust fortgeschrieben.

4.3. Analyse der Planungstreue

370. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wurde neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses auch eine Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit vorgenommen, um Erkenntnisse über die zukünftige Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von drei Jahren betrachtet und die Einhaltung der budgetierten operativen Steuerungskennzahlen von VTG analysiert. Da VTG auf Basis der finanziellen Leistungsindikatoren „Umsatzerlöse“ und „EBITDA“ gesteuert wird, sind dies die relevanten Kennzahlen für die Analyse der Planungstreue.
371. Die nachfolgende Darstellung fasst die einjährige Planungstreue der Gesellschaft für die Jahre von 2018 bis 2020 zusammen.

Prognosetreue des VTG Budgets im Bewertungszeitraum von 2018-2020

	2018		2019		2020	
	Prognose*	Ist	Prognose*	Ist	Prognose*	Ist
Konzernumsatz	↗	✗	↑	✓	↑	✗
EBITDA	↗	✓	↑	✓	↗	✗

Legende:

deutlicher Anstieg (↑), leichtes Wachstum (↗), deutlicher Rückgang (↓), Prognose erfüllt (✓), Prognose verfehlt (✗)

* Prognose gemäß Budget

372. Die Prognosen für das Jahr 2018 hinsichtlich der Umsatzerlöse wurden leicht verfehlt, während die Prognosen hinsichtlich des EBITDA nahezu erfüllt werden konnten. Die Umsatzerlöse im Jahr 2018 lagen maßgeblich aufgrund von Geschäftsverzögerungen und des Verlusts von zwei Großaufträgen sowie Bahnstreiks im Geschäftsbereich Schienenlogistik ca. EUR 45 Mio. bzw. um 12,0% hinter den Planvorgaben. Im Geschäftsbereich Waggonvermietung wurden die Umsatzprognosen insgesamt um EUR 40 Mio. bzw. 6,9% übertroffen, wobei EUR 22,3 Mio. auf die nicht budgetierte Übernahme der Nacco zurückzuführen sind. Das EBITDA wurde im Jahr 2018 insgesamt nahezu punktgenau getroffen. Während in der Waggonvermietung eine Planübererfüllung von EUR 37 Mio. bzw. 10,7% zu beobachten war, lag der Geschäftsbereich Schienenlogistik trotz der Umsatzverfehlung nur rd. EUR 2 Mio. hinter dem Budget. Zusätzlich belasteten Planverfehlungen im Geschäftsbereich Tanktainer i.H.v. EUR 6,6 Mio. die aufgrund von unerwarteten Standgeldern und Positionierungskosten das EBITDA sowie die Transaktionskosten im Zusammenhang mit der Nacco-Übernahme und die Rechts- und Beratungskosten aufgrund des Übernahmeangebots der Warwick.
373. Im Jahr 2019 konnten sowohl Umsatzerlöse als auch das EBITDA prognosegemäß deutlich gesteigert werden. Diese Entwicklung wurde wesentlich durch den Geschäftsbereich Waggonvermietung, insbesondere durch ein sehr erfolgreiches Jahr der Rail Russia, getrieben, was zu einer Planüberfüllung in den Umsatzerlösen von rd. EUR 27 Mio. bzw. 4,0% führte. Im Geschäftsbereich Schienenlogistik konnten die Umsatzerlöse zwar gesteigert werden, jedoch nicht auf das prognostizierte Niveau. Auch die EBITDA-Planvorgaben konnten in der Schienenlogistik nicht

vollständig erfüllt werden, was jedoch aufgrund der geringen EBITDA-Marge des Geschäftsbereichs nur geringe Auswirkungen auf das konzernweite EBITDA hat. Die positive Umsatzentwicklung in der Waggonvermietung zeigte sich auch im EBITDA des Geschäfts, welcher EUR 11 Mio. bzw. 2,4% über Plan lag. Bis auf den Geschäftsbereich Tanktainer, welche im Jahr erhöhte Leasingrückgabekosten verzeichnete, konnten sämtliche Geschäftsbereiche die EBITDA-Prognosen übertreffen.

374. Das Jahr 2020 war von der Covid-19-Pandemie geprägt. Während im Geschäftsbereich Waggonvermietung trotz der Pandemie die Umsatzprognose erreicht werden konnte, hatten unter anderem erhöhte Reparaturaufwendungen im Zusammenhang mit umgerüsteten Bremsbelägen einen negativen Effekt auf das EBITDA i.H.v. EUR 13 Mio. bzw. 2,7% im Vergleich zum Budget. Der Geschäftsbereich Schienenlogistik zeigte sich deutlich anfälliger für den pandemiebedingten Konjunkturerinbruch. Hier lagen die Umsatzerlöse EUR 67 Mio. bzw. 15,1% hinter dem Plan, was zu einer geringen Verfehlung des Plan-EBITDA führte. Auch der Geschäftsbereich Tanktainer konnte die Erwartungen nicht erfüllen und verfehlte die Umsatzplanung um EUR 18 Mio. bzw. 10,3% und das EBITDA um EUR 7 Mio. Insgesamt wurde das EBITDA auf Konzernebene um EUR 23 Mio. bzw. 4,5% verfehlt.
375. Die Analyse der Planungstreue zeigt, dass VTG in der Vergangenheit die Prognosen mehrheitlich erfüllt hat. Die Planabweichungen sind im Wesentlichen auf nicht vorhersehbare oder einmalige Effekte, wie die Übernahme der Nacco, das Übernahmeangebot durch Warwick oder die Covid-19-Pandemie zurückzuführen. Insbesondere im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie erwies sich das Vermietungsgeschäft als vergleichsweise stabil. Dennoch zeigte sich, dass in den Geschäftsbereichen Schienenlogistik und Tanktainer die Planungsrechnungen tendenziell zu optimistisch waren.
376. Insgesamt sind auf Basis unserer Analyse keine Anzeichen erkennbar, dass die vorliegende, verabschiedete Planungsrechnung, die auf dem etablierten Standardplanungsprozess basiert, keine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung bildet.

4.4. Analyse der Planungsrechnung

377. Die Planungsrechnung von VTG wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunkt- und zeitraumbezogenen Kennzahlenanalysen sowie Benchmarking zur Peer Group – analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können. Die Planungsrechnung von VTG exkl. des zu veräußernden Geschäftsfeld Nordamerika¹¹⁹ stellt sich folgendermaßen dar:¹²⁰

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie			Planung			Strat. Fortschr.		CAGR
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	20-25
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%
davon 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%
Wachstum in %	-	13,7%	0,1%	3,4%	4,1%	8,8%	4,8%	5,0%	
davon Bestandsveränderungen	-3,4	3,4	-0,9	1,3	0,2	-	-	-	
Materialaufwand	-463,5	-451,6	-455,0	-494,3	-506,6	-557,6	-585,8	-620,2	6,4%
Rohhertrag	583,0	745,8	739,9	744,0	781,1	843,3	882,5	921,9	4,5%
in % der Gesamtleistung	55,7%	62,3%	61,9%	60,1%	60,7%	60,2%	60,1%	59,8%	
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%
EBITDA	360,8	496,3	488,4	462,9	504,0	573,5	610,0	643,1	5,7%
in % der Gesamtleistung	34,5%	41,4%	40,9%	37,4%	39,1%	40,9%	41,5%	41,7%	
Abschreibungen	-193,7	-275,0	-293,1	-297,6	-305,9	-319,6	-328,9	-338,1	2,9%
EBIT	167,1	221,3	195,4	165,3	198,2	254,0	281,2	304,9	9,3%
in % der Gesamtleistung	16,0%	18,5%	16,3%	13,3%	15,4%	18,1%	19,1%	19,8%	
Finanzergebnis	-67,5	-77,3	-77,2	-73,4	-75,6	-79,6	-89,4	-87,3	2,5%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	99,6	143,9	118,2	91,9	122,6	174,4	191,7	217,6	13,0%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassung Bereinigungen)	-34,7	2,7	-78,6	-	-	-	-	-	
Ergebnis vor Ertragsteuern	64,9	146,6	39,6	91,9	122,6	174,4	191,7	217,6	40,6%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-19,4	-34,4	-17,7	-20,6	-28,2	-40,8	-45,5	-52,7	
Effektive Steuerquote (in %)	30,0%	23,4%	44,7%	22,5%	23,0%	23,4%	23,7%	24,2%	
Jahresergebnis	45,5	112,2	21,9	71,2	94,4	133,6	146,2	164,9	49,7%
in % der Gesamtleistung	4,3%	9,4%	1,8%	5,8%	7,3%	9,5%	10,0%	10,7%	

4.4.1 Umsatzerlöse

378. Die von VTG geplanten Umsatzerlöse beinhalten ausschließlich organisches Wachstum und basieren auf einem detaillierten Preis-Mengen-Gerüst der einzelnen Geschäftsfelder. Sie setzen sich einerseits aus den Vermietungsaktivitäten von Waggons und Tankcontainern sowie aus den Logistikaktivitäten zusammen. Zudem sind zu einem geringfügigen Anteil auch Umsatzerlöse aus dem Verkauf von selbst hergestellten Waggons und aus Reparatur- und Instandhaltungsarbeiten der Werkstätten enthalten.

379. Die Umsatzerlöse von VTG steigen im Planungszeitraum von EUR 1.196 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 1.542 Mio. im Jahr 2025, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 5,2% entspricht. Das Wachstum in den Jahren 2021 und 2022 soll 3,4% bzw. 4,1% betragen. Insbesondere im Jahr 2023 soll mit einem Wachstum von 8,8%, getrieben durch das Logistikgeschäft und Erweiterungsinvestitionen in die Flotte, eine signifikante Umsatzsteigerung erzielt werden. In den folgenden beiden Jahren soll das Umsatzwachstum auf 4,8% und 5,0% zurückgehen. Insgesamt liegt damit das Wachstum der Umsatzerlöse deutlich über dem prognostizierten

¹¹⁹ Das Nordamerikageschäft der VTG wird in der Bewertung separat als Sonderwert berücksichtigt, da dieser Geschäftsbereich aktuell Teil eines Verkaufsprozesses ist. Daher spiegelt die Planungsrechnung das Geschäft der VTG exkl. der Nordamerikaaktivitäten wider. Auch die für die Historie dargestellten Werte spiegeln VTG exkl. der Nordamerikaaktivitäten wider.

¹²⁰ Die in der Historie dargestellten Werte sind um Einmaleffekte bereinigt. Die in der Planungsrechnung dargestellten Werte sind hingegen nicht um operative Einmaleffekte bereinigt.

Wachstum des europäischen Schienengüterverkehrs von 1,9%¹²¹ im Zeitraum von 2019 bis 2025. Im Vergleich konnte das Umsatzwachstum von 13,7% im Jahr 2019 nur anorganisch unter Berücksichtigung der Nacco-Übernahme realisiert werden.

Umsatzerlöse in EUR Mio.	Bereinigte Historie			Planung			Strat. Fortschr.		CAGR
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	'20 - '25
VTG exkl. North America	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%
Wachstum in %		13,7%	0,1%	3,4%	4,1%	8,8%	4,8%	5,0%	
Vermietung	497,1	590,5	575,4	616,6	644,6	697,1	735,8	762,4	5,8%
Wachstum in %	n.a.	18,8%	-2,5%	7,1%	4,5%	8,1%	5,6%	3,6%	
Anteil in %	47,4%	49,5%	48,1%	49,8%	50,1%	49,8%	50,1%	49,4%	
Logistik	489,4	532,9	511,0	546,0	568,8	625,9	652,2	696,1	6,4%
Wachstum in %	n.a.	8,9%	-4,1%	6,8%	4,2%	10,0%	4,2%	6,7%	
Anteil in %	46,6%	44,6%	42,7%	44,1%	44,2%	44,7%	44,4%	45,1%	
Sonstige *	63,3	70,7	109,4	74,4	74,1	78,0	80,2	83,7	-5,2%
Wachstum in %	n.a.	11,6%	54,8%	-32,0%	-0,4%	5,3%	2,8%	4,3%	
Anteil in %	6,0%	5,9%	9,1%	6,0%	5,8%	5,6%	5,5%	5,4%	
Nachrichtlich:									
Rail North America	22,7	26,7	22,5						
Wachstum	n.a.	17,6%	-15,7%						
VTG inkl. North America	1.072,6	1.220,7	1.218,3						
Wachstum		13,8%	-0,2%						

* Enthält in der Planung und strategischen Fortschreibung unwesentliche Konsolidierungseffekte.

Umsatzerlöse in der Geschäftsaktivität Vermietung

380. Die Umsatzerlöse der Geschäftsaktivität Vermietung sollen von EUR 575 Mio. in 2020 auf EUR 762 Mio. im Jahr 2025 steigen. Die wesentlichen Umsatztreiber in der Vermietung sind die Auslastung der Waggons und die Flottengröße sowie die Entwicklung der Mietpreise. Vor allem die Umsatztreiber Flottengröße und Auslastung sollen laut Planung deutlich verbessert werden.

KPIs: Eigene und geleaste Waggonflotte VTG exkl. Nordamerika

	Bereinigte Historie			Planung			Strat. Fortschr.	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Größe Waggonflotte Ø (in # Wagen)	66.251	74.710	74.428	74.055	74.822	76.977	78.717	79.757
Auslastung Ø (in %)	91,4%	91,1%	89,2%	89,4%	90,8%	93,1%	93,5%	93,8%

381. Die für die Generierung der Umsatzerlöse relevante Flotte soll im dargestellten Zeitraum über alle Regionen hinweg von durchschnittlich ca. 74.428 Waggons im Jahr 2020 um ca. 5.329 Waggons auf durchschnittlich ca. 79.757 Waggons im Jahr 2025 wachsen. In Europa soll der Flottenausbau insbesondere in den Bereichen der Intermodalwagen und modularen Güterwagen realisiert werden. Vor allem für modulare Güterwaggons können signifikant höhere Vermietungspreise erzielt werden als bspw. für Standardgüter- oder Tankwaggons, da das Waggonkonstrukt durch einen Unterbau und einen flexiblen Überbau komplexer ist. Im Bereich der

¹²¹ Das prognostizierte Marktwachstum beruht auf Daten, die vor der Covid-19-Pandemie veröffentlicht erhoben wurden.

Intermodalwagen wird aufgrund der größeren Flexibilität und der Eignung zum Transport von Containern zukünftig ein erhöhter Bedarf im Markt angenommen, was der Grund für die Investitionen in diese Waggonart ist. Demgegenüber ist kein Ausbau der Flotte an Standardgüter- oder Tankwaggons geplant.

382. Zusätzlich zu der Flottenerweiterung wird trotz erhöhtem Durchschnittsalter der Waggons eine deutliche Erhöhung der Auslastung geplant.¹²² Hier sollen sich insbesondere eine effizientere Flottensteuerung im Zuge der Digitalisierung und kürzere Instandhaltungsdauern auswirken. In Europa konnte VTG insbesondere im Jahr 2019 aufgrund der positiven Konjunktur und hohen Frachtvolumina eine relativ hohe Auslastung verzeichnen, die jedoch aufgrund der Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 negativ beeinflusst wurde. Auch im Jahr 2021 wird in Europa bis zum Jahresende weiterhin mit einer Auslastung geplant, die auf dem Niveau des von der Pandemie geprägten Jahres 2020 liegt. Ab dem Jahr 2023 soll die Auslastung gruppenweit auf 93,1% und im weiteren Verlauf auf 93,8% steigen und damit deutlich über dem Niveau der Jahre 2018 und 2019 liegen.
383. Die Erhöhung der Umsatzerlöse in Europa ist auch auf die Initiativen des strategischen Review zurückzuführen. Die drei Säulen des Review umfassen die Erschließung neuer Umsatzpotentiale, die Verbesserung der Reparatur- und Instandhaltungsaufwendungen sowie Effizienzsteigerungen in der Holdingfunktionen. In Bezug auf die Umsatzerlöse und insbesondere eine Erhöhung der Auslastung sollen die Initiativen des strategischen Reviews, wie eine verbesserte Zusammenarbeit zwischen der Vermietung und Logistik, die Bearbeitung einer gemeinsamen Kundenbasis und entsprechendes Cross-Selling, verringerte Durchlaufzeiten in den Reparatur- und Instandhaltungswerken, die flexible Abwicklung von auslaufenden Verträgen und ungenutzten Waggons, die Nutzung digitaler Tools zur Flottensteuerung sowie die Verringerung von Leerstandzeiten durch verbessertes Depotmanagement zu einer Erhöhung der Auslastung führen.
384. In Russland hingegen befindet sich die Auslastung bereits auf sehr hohem Niveau und soll auf diesem auch weiterhin fortgeführt werden. Auch in Großbritannien war in der Vergangenheit bereits eine hohe Auslastung zu beobachten, die sich jedoch während der Covid-19-Pandemie reduzierte. Ab dem ersten Planjahr wird in Großbritannien wieder mit der in 2018 und 2019 realisierten Auslastung geplant. Im britischen Markt ist zu berücksichtigen, dass hier, im Gegensatz zu Europa, üblicherweise die Kundenverträge bereits jährliche Preiserhöhungen berücksichtigen und zudem die Vertragslaufzeiten länger sind. Dies ist auch der Marktführerschaft von VTG in dieser Region geschuldet.
385. Zur weiteren Stärkung des Kerngeschäfts der Vermietung in Europa soll auch der komplementäre Bereich Tanktainer beitragen, indem hier der Fokus vermehrt auf die Vermietungsaktivitäten gelegt wird, während die Logistikaktivitäten tendenziell zurückgefahren werden sollen. Der regionale Schwerpunkt soll nach Europa verlagert werden. Aufgrund der Repositionierung wird

¹²² Den Flottenerweiterungen stehen teilweise in anderen Bereichen auch geringfügige Flottenverkleinerungen entgegen. Die in der Tabelle gezeigte Flottengröße ist eine saldierte Größe.

in den weiteren Aufbau eines eigenen Bestands an Containern investiert, der zu einer entsprechenden Steigerung der Umsatzerlöse aus der Vermietung führt.

Umsatzerlöse in der Geschäftsaktivität Logistik

386. Grundsätzlich soll das Logistikgeschäft das Vermietungsgeschäft komplementieren und unterstützen, indem ungenutzte Waggons zur Erfüllung gewonnener Logistikverträge verwendet werden. Des Weiteren können Kunden des Vermietungsgeschäfts zusätzliche Logistikdienstleistungen aus einer Hand angeboten werden, was zur Kundenbindung und Differenzierung von VTG am Markt beiträgt. Regional soll auch bei den Logistikaktivitäten weiterhin Europa im Fokus stehen. Die Geschäftsaktivität Logistik ist aufgrund des eher kurzfristigen Geschäfts tendenziell volatiler als das Vermietungsgeschäft mit langfristigen Mietverträgen. Dementsprechend reagiert die Nachfrage in der Logistik deutlicher auf konjunkturelle Zyklen. In der Historie war dies im durch die Covid-19-Pandemie geprägten Jahr 2020 anhand eines Umsatzrückgangs von 4,1% zu erkennen, während die Umsatzerlöse in der Vermietung nur um 2,5% zurückgingen. Der zu erwartende konjunkturelle Aufschwung im Anschluss an die Covid-19-Pandemie in der zweiten Hälfte des Jahres 2021 soll dagegen zu einem stärkeren Wachstum des Logistikgeschäfts im Vergleich zum Vermietungsgeschäft führen. So soll die Logistik im Planungszeitraum bis 2025 mit durchschnittlich 6,4% wachsen, während das Wachstum in der Vermietung 5,8% beträgt. Das Wachstum liegt auch über dem Wachstum des globalen Markts für Schienenlogistik i.H.v. 3,2%. Das Wachstum im Logistikgeschäft soll insbesondere durch die erwartete globale konjunkturelle Erholung und ein entsprechendes Wachstum der Frachtvolumina realisiert werden. Im Vergleich hierzu wird im europäischen Schienenlogistikmarkt bis 2025 ein Anstieg des Transportvolumens von lediglich 2,3% p.a. für internationale Transporte und von 0,7% p.a. für nationale Transporte erwartet, sodass VTG plant, schneller als der Markt zu wachsen.¹²³ Zudem soll eine intensivere Zusammenarbeit zwischen dem Vermietungs- und Logistikgeschäft als Bestandteil des strategischen Reviews zusätzlich zu durchschnittlich knapp 4,0% p.a. höhere Umsatzerlöse über den Planungszeitraum führen. In dem vergleichsweise hohen Umsatzwachstum ist zudem bereits die Repositionierung des Tanktainergeschäfts enthalten.

Sonstige Umsatzerlöse

387. Die sonstigen Umsatzerlöse bestehen im Wesentlichen aus den Erlösen der Werke und Werkstätten, die durch den Verkauf von neuen Waggons sowie die Reparatur und Instandhaltung von Waggons für Drittkunden erzielt werden. Zudem sind in den sonstigen Umsatzerlösen Management-Gebühren für die Bewirtschaftung von Waggons von Drittinvestoren und Weiterbelastungen (sog. Recharges) von Kosten an Kunden enthalten. Die Recharges generieren keine Marge und sollen zukünftig noch konsequenter als in der Historie an die Kunden weiterbelastet werden. Die Erlöse aus den Werkstätten werden auch in Zukunft auf einem relativ konstantem Niveau von den Umsatzerlösen geplant. Für die Bewirtschaftung von Waggons von Drittinvestoren wird im Planungszeitraum eine marktübliche Gebühr der erzielten Umsatzerlöse ange-

¹²³ Das prognostizierte Marktwachstum beruht auf Daten, die vor der Covid-19-Pandemie veröffentlicht erhoben wurden.

nommen. Die Umsatzerlöse aus der Flotte von Drittinvestoren mit Management-Gebühren sollen ab dem Jahr 2022 relativ konstant bleiben, da in den jeweiligen Flotten von Drittinvestoren der Waggonbestand ebenfalls verhältnismäßig konstant bleibt.

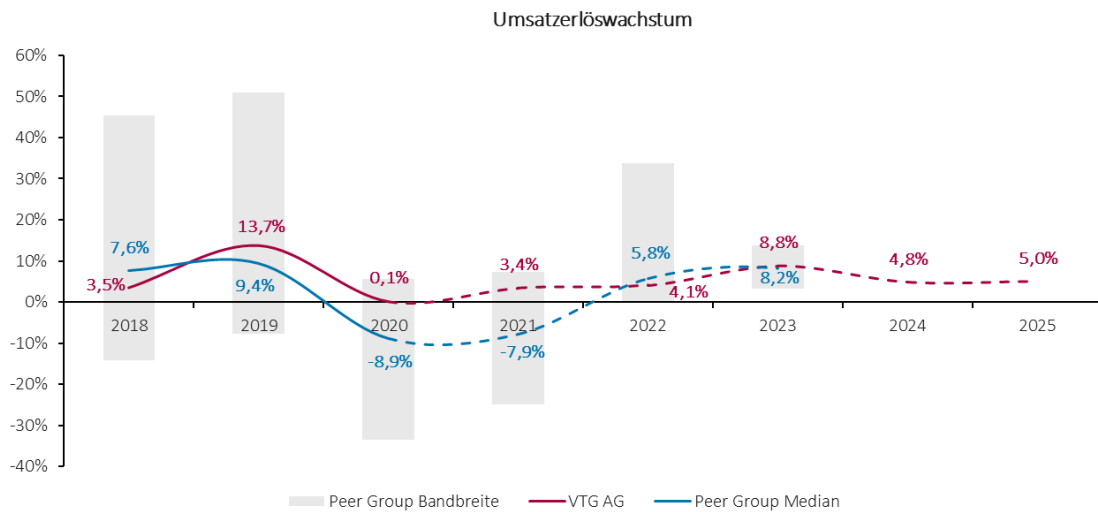
Umsatzerlöse nach Vorstandsressorts bzw. Geschäftsfeldern

Umsatzerlöse in EUR Mio.	Bereinigte Historie			Planung			Strat. Fortschr.		CAGR '20 - '25
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
VTG exkl. North America	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%
Wachstum in %		13,7%	0,1%	3,4%	4,1%	8,8%	4,8%	5,0%	
Europe *	825,8	910,2	929,0	957,2	1.028,2	1.121,5	1.181,3	1.239,0	5,9%
Wachstum in %		10,2%	2,1%	3,0%	7,4%	9,1%	5,3%	4,9%	
Anteil in %	78,7%	76,2%	77,7%	77,4%	79,9%	80,1%	80,5%	80,3%	
UK	39,4	52,9	53,0	56,9	61,0	64,7	68,6	70,6	5,9%
Wachstum in %		34,2%	0,1%	7,5%	7,2%	6,0%	6,1%	2,9%	
Anteil in %	3,8%	4,4%	4,4%	4,6%	4,7%	4,6%	4,7%	4,6%	
Eurasia & Far East	184,7	230,9	213,9	222,9	198,3	214,8	218,4	232,5	1,7%
Wachstum in %		25,0%	-7,4%	4,2%	-11,1%	8,3%	1,7%	6,5%	
Anteil in %	17,6%	19,3%	17,9%	18,0%	15,4%	15,3%	14,9%	15,1%	
<i>Nachrichtlich</i>									
Rail North America	22,7	26,7	22,5						
Wachstum in %		17,6%	-15,7%						
VTG inkl. North America	1.072,6	1.220,7	1.218,3						
Wachstum in %		13,8%	-0,2%						

* Enthält in der Planung und strategischen Fortschreibung unwesentliche Konsolidierungseffekte.

388. Die Betrachtung der geplanten Umsatzerlöse nach Regionen zeigt, dass der größte Teil der um das Nordamerikageschäft bereinigten Umsatzerlöse mit 78% im Jahr 2020 in Europa erwirtschaftet wurde. Bis zum Jahr 2025 soll dieser Anteil auf 80% erhöht werden. Insbesondere die europäischen Logistikaktivitäten sollen mit durchschnittlich jährlich 10,8% signifikant zum Umsatzwachstum in der Planung beitragen. In Großbritannien ist geplant, durch eine Ausweitung der Flotte die Umsatzerlöse von EUR 53 Mio. in 2020 auf EUR 71 Mio. in 2025 auszuweiten. Die Umsatzerlöse in der Region Eurasia & Far East sind einerseits durch die Repositionierung des Geschäftsfelds Tanktainer negativ beeinflusst. Sowohl in Russland als auch in der Projektlogistik sind jedoch durchschnittliche jährliche zweistellige Wachstumsraten der Umsatzerlöse geplant, sodass die Umsatzerlöse in der Region Eurasia & Far East um ca. EUR 19 Mio. ausgeweitet werden sollen.

389. Neben der Analyse der geplanten Umsatzerlöse, wird zusätzlich das geplante Wachstum der Umsatzerlöse von VTG mit Analystenprognosen für die Peer Group verglichen:



Quelle: Datenbank S&P Capital IQ für die Peer Group Daten

390. Das Umsatzwachstum der Peer Group lag in der Vergangenheit im Median bei 7,6% im Jahr 2018 und bei 9,4% im Jahr 2019. Infolge der Covid-19-Pandemie verzeichnete die Peer Group im Median in 2020 einen Umsatzrückgang von 8,9%. Im gleichen Zeitraum betrug das Umsatzwachstum von VTG zwischen 0,1% und 13,7%. Im Jahr 2018 lag das Umsatzwachstum von VTG noch unterhalb des Peer Group Medians, konnte im Jahr 2019 jedoch vor allem anorganisch durch die Nacco-Akquisition deutlich über den Peer Group Median von 9,4% gesteigert werden.
391. Während der Covid-19-Pandemie konnten die Umsatzerlöse im Jahr 2020 nahezu konstant gehalten werden, sodass das Wachstum von 0,1% über dem Peer Group Median von -8,9% lag. Dabei ist jedoch anzumerken, dass VTG, wie auch die Peer Group, durch rückläufige Auslastungen und Preisdruck betroffen war. Diesen Effekten entgegnete VTG durch die konsequente Weiterbelastung von Betriebs- und Leerstands-kosten („Recharges“) an die Kunden, sodass ein Großteil der rückläufigen Vermietungsumsatzerlöse kompensiert werden konnte. Da Recharges lediglich weiterbelastete Kosten sind, auf die jedoch keine Marge generiert wird, sind diese Umsatzerlöse nicht als qualitativ gleichwertig zu den restlichen Umsatzerlösen einzustufen. Des Weiteren reagierte VTG im Jahr 2020 in Russland auf die Effekte der Covid-19-Pandemie durch die Umstellung von „Wet Lease“ auf „Dry Lease“ Verträge. Diese Umstellung auf „Dry Lease“ Verträge, bei denen die Kunden die Instandhaltungsaufwendungen übernehmen, führte zwar zu niedrigeren Umsatzerlösen, aber auch in vergleichbarer Höhe zu niedrigeren operativen Kosten und folglich zu einer Verbesserung der Profitabilität.
392. Im Jahr 2021 liegt das erwartete Wachstum der Peer Group im Median leicht über dem Vorjahreswert, jedoch noch im deutlich negativen Bereich bei -7,9%, während VTG aufgrund des erwarteten organischen Wachstums eine positive Wachstumsrate von 3,4% erwartet. Im weiteren Verlauf zeigen die Analystenschätzungen mit der erwarteten konjunkturellen Erholung und

wieder steigenden Frachtraten für die Peer Group wieder eine positive Wachstumsrate von 5,8% bzw. 8,2% in den Jahren 2022 und 2023. Das planmäßige Umsatzwachstum von VTG steigt im gleichen Zeitraum kontinuierlich an und soll im Jahr 2023 mit 8,8% leicht über dem Peer Group Median liegen, was unter anderem auf neu zu erschließende Umsatzpotenziale im Rahmen des strategischen Review, die geplante Erweiterung der Flotte und eine weitere Steigerung der Auslastung zurückzuführen ist. In den Jahren 2024 und 2025 liegt die fortgeschriebene Wachstumsrate von VTG mit 4,8% bzw. 5,0% leicht unterhalb des Peer Group Medians für das Jahr 2023 (die am weitesten in die Zukunft reichende Analystenschätzung für die Peer Group). Insgesamt beträgt die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate im Planungszeitraum 5,2% und liegt damit über dem Wachstum der Peer Group Unternehmen.

393. Insgesamt zeigt das Benchmarking des Wachstums der Umsatzerlöse, dass VTG aufgrund des hohen Anteils der Umsatzerlöse aus der Vermietung in Verbindung mit langfristigen Kundenverträgen über ein weitestgehend stabiles Geschäftsmodell verfügt. Da bereits in der Vergangenheit die Auslastung der Flotte auf einem hohen Niveau lag, können wesentliche Umsatzsteigerungen nur durch die geplanten Erweiterungsinvestitionen erreicht werden. Das Wachstum der Logistikumsatzerlöse dagegen führt aufgrund der geringen Margen nur in vergleichsweise geringen Umfang zu einer Ergebnissteigerung.

394. Die geringen Bestandsveränderungen resultieren aus den Eisenbahnreparaturwerken sowie dem Neubauwerk.

4.4.2 Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

395. Im Rahmen der Analyse der Planungsrechnung werden im Folgenden die Aufwandsposten und sonstigen Erträge, die zum operativen Ergebnis (EBIT) von VTG führen, analysiert.

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie			Planung			Strat. Fortschr.		CAGR
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	20-25
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%
davon 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%
Wachstum in %	-	13,7%	0,1%	3,4%	4,1%	8,8%	4,8%	5,0%	
davon Bestandsveränderungen	-3,4	3,4	-0,9	1,3	0,2	-	-	-	
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%
in % der Gesamtleistung	55,7%	62,3%	61,9%	60,1%	60,7%	60,2%	60,1%	59,8%	
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%
EBITDA	360,8	496,3	488,4	462,9	504,0	573,5	610,0	643,1	5,7%
in % der Gesamtleistung	34,5%	41,4%	40,9%	37,4%	39,1%	40,9%	41,5%	41,7%	
Abschreibungen	-193,7	-275,0	-293,1	-297,6	-305,9	-319,6	-328,9	-338,1	2,9%
EBIT	167,1	221,3	195,4	165,3	198,2	254,0	281,2	304,9	9,3%
in % der Gesamtleistung	16,0%	18,5%	16,3%	13,3%	15,4%	18,1%	19,1%	19,8%	

396. Der Materialaufwand steigt von EUR 455 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 620 Mio. im Jahr 2025, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,4% entspricht. Da im Materialaufwand im Wesentlichen variable Transport- und Speditionskosten aus dem Logistikgeschäft enthalten sind, steigt die Materialaufwandsquote¹²⁴ nur geringfügig von 38,1% im Jahr 2020 auf

¹²⁴ Die dargestellten Quoten beziehen sich auf die Gesamtleistung und beinhalten neben den Umsatzerlösen auch die geringen Bestandsveränderungen.

39,9% im Jahr 2021 auf 40,2% im Jahr 2025. Da das Wachstum im Logistikgeschäft etwas höher als im Vermietungsgeschäft ausfällt, ist im Vergleich zum Jahr 2020 eine leichte Zunahme der Materialaufwandsquote zu beobachten. Langfristig wird vor dem Hintergrund der weitestgehend variablen Kosten im Logistikgeschäft auch weiterhin eine stabile Materialaufwandsquote in Bezug auf die Logistikumsätze erwartet.

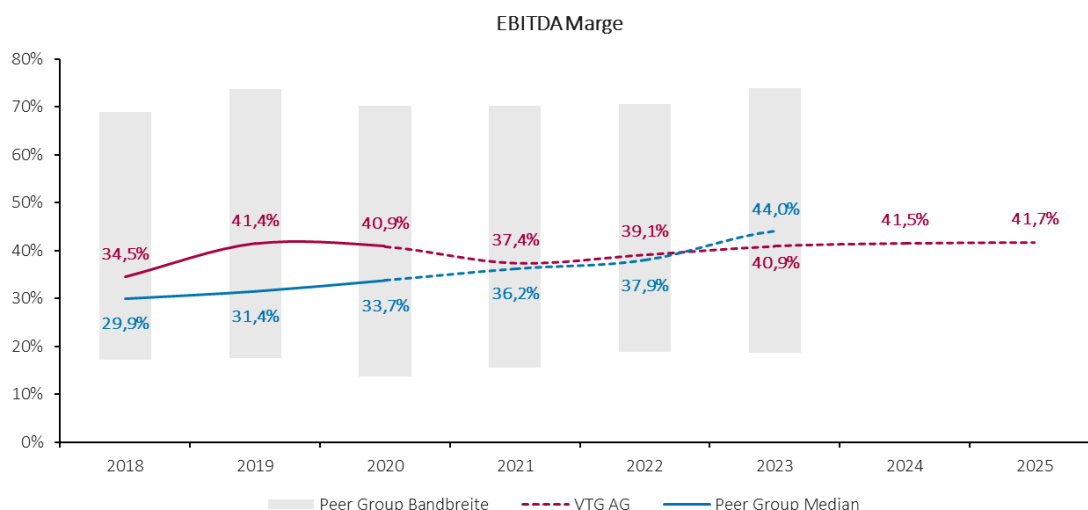
397. Der Personalaufwand steigt von EUR 127 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 147 Mio. im Jahr 2025. Dies korrespondiert zunächst mit einem Anstieg der Personalaufwandsquote von 10,6% in 2020 auf 11,3% im Jahr 2021. Der Anstieg der Personalaufwendungen im Jahr 2021 korrespondiert mit der Erweiterung des Personalbestands als Basis für das zukünftig geplante und fortgeschriebene Wachstum der VTG. In den folgenden Jahren soll die Personalaufwandsquote bis 2025 auf ein Niveau von 9,5% sinken. Der wesentliche Treiber der rückläufigen Personalaufwandsquote ist die geplante unterproportionale Erhöhung der Aufwendungen je FTE. Gemäß Personalplanung soll auch die Anzahl an FTEs bis zum Jahr 2023 nahezu konstant bleiben, so dass hier insgesamt Fixkostendegressionseffekte entstehen. Die langfristig geplante Personalaufwandsquote liegt mit 9,5% leicht unter der in der Vergangenheit bereits erzielten Quote von 9,9% im Jahr 2019. Zudem sind im Rahmen des strategischen Reviews und der Verschlankung der Overhead-Funktionen Kosteneinsparungspotenziale identifiziert worden.
398. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sinken im dargestellten Zeitraum zunächst von EUR 169 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 160 Mio. im Jahr 2022. Die Abnahme ist im Wesentlichen auf die in dieser GuV Position enthaltenen Reparatur- und Instandhaltungsaufwendungen zurückzuführen. Diese fielen im Jahr 2020 im Zusammenhang mit der Umrüstung der Flotte auf leisere Bremssohlen, das damit verbundene Vorziehen von Reparatur- und Instandhaltungsmaßnahmen und gestiegene Betriebs- und Leerstandskosten durch vorzeitige Waggonrückgaben im Zuge der Covid-19-Pandemie vergleichsweise hoch aus. Nachdem die Umrüstung bereits weitestgehend abgeschlossen ist, sinken die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Folgejahr entsprechend.
399. Anschließend sinken die sonstigen betrieblichen Aufwendungen weiter bis auf EUR 152 Mio. im Jahr 2023. Dies entspricht einer Verbesserung der Aufwandsquote von 14,1% in 2020 auf 10,9% in 2023. Im weiteren Verlauf ist wiederum ein Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bis zum Jahr 2025 auf EUR 169 Mio. bei einer nahezu konstanten Aufwandsquote von ca. 11% geplant. Insgesamt basiert die Planung 2021 bis 2023 der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf einem detaillierten Mengen-Gerüst für die Waggonflotte im Planungszeitraum. Zudem sind je Waggonart differenzierte Preisannahmen hinsichtlich der Revisionen, Radsätze und Reparaturkosten geplant. Die positive Entwicklung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Verhältnis zur Gesamtleistung bis zum Jahr 2023 ist insbesondere durch die geplanten Maßnahmen im Rahmen des strategischen Reviews getrieben, das vor allem auf die Verbesserung der Kosteneffizienz in der Wartung und Instandhaltung der Waggonflotte sowie in der Verwaltung abzielt. So sind in Bezug auf die Reparatur- und Instandhaltungsaufwendungen langfristig signifikante jährliche Einsparungen geplant, indem die Anzahl der Revisionen reduziert werden soll. Von einem zeitabhängigen Revisionszyklus soll auf einen kilometerbasierten Zyklus umgestellt werden. Ferner ist der Aufbau eines eigenen Reparaturwerks an einem

strategisch günstigen Standort geplant, was die Durchlaufzeiten für Reparaturen oder Revisionen und damit die nicht umlagefähigen Leerstands- und Betriebskosten signifikant verringern soll. Zudem soll die Überwachung und Inspektion der Waggons teilweise digitalisiert und automatisiert werden und die Einkaufsbedingungen bei Lieferanten verbessert werden.

400. Im Bereich der Holding-Funktionen ist unter anderem geplant, die Kosten für externe Beratungsleistungen, Mieten und Reisen signifikant zu reduzieren. Die rückläufige sonstige betriebliche Aufwandsquote bis 2023 ist zudem durch die in den vergangenen beiden Jahren aufgrund regulatorischer Vorgaben durchgeführte Umrüstung der Waggonflotte auf leise Bremssohlen bedingt, im Rahmen derer bestimmte Wartungs- und Instandhaltungsarbeiten an vielen Waggons zeitlich vorgezogen wurden. Aufgrund dieses Vorzieheffektes werden in den kommenden drei Jahren tendenziell weniger Wartungsarbeiten geplant. Weitere regulatorische Umrüstungen sind im Planungszeitraum nicht vorgesehen und es gibt auch im Ausland bisher keine Anzeichen für weitere regulatorische Änderungen in der nahen Zukunft. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ab dem Jahr 2023 ist insbesondere durch die signifikante Erweiterung der Flotte und korrespondierende Reparatur- und Instandhaltungsaufwendungen getrieben. Zudem weisen die in den vergangenen Jahren aufgrund regulatorischer Vorgaben eingebauten leisen Bremssohlen eine höhere Abnutzung auf, wodurch wiederum höhere Instandhaltungskosten, die auch durch entsprechend initiierte Maßnahmen im Rahmen des strategischen Reviews nicht vollständig kompensiert werden können entstehen.
401. Die sonstigen betrieblichen Erträge enthalten im Wesentlichen die Erträge aus den At Equity“ bilanzierten Beteiligungen und die Verschrottungserlöse aus der Verschrottung von ausgemusterten Waggons. Diese schwanken im Zeitverlauf in Abhängigkeit zur Anzahl der verschrotteten Waggons.
402. Die Planung der Beteiligungserträge setzt sich aus den geplanten Beteiligungserträgen der At-Equity bilanzierten Unternehmen Waggon Holding, Shanghai Cosco, AXBENET, AAE Wagon und PRIO zusammen, die wiederum auf den Unternehmensplanungen der jeweiligen Gesellschaften basieren. Zusätzlich ist im Beteiligungsergebnis der Ergebnisbeitrag der Mitteldeutschen Eisenbahn GmbH enthalten, der in der Historie den sonstigen betrieblichen Erträgen zugerechnet wurde. Die Planung des Beteiligungsergebnisses umfasst die Jahre 2021 bis 2023, die daraufhin von VTG fortgeschrieben wurde.
403. Basierend auf der beschriebenen Entwicklung der Umsatzerlöse und Aufwendungen im Planungszeitraum ergibt sich ein Anstieg des bereinigten EBITDA von EUR 488 Mio. in 2020 auf EUR 643 Mio. im Jahr 2025. Entsprechend der Entwicklung des absoluten EBITDA sinkt die EBITDA-Marge im Jahr 2021 zunächst auf 37,4%, um daraufhin kontinuierlich auf bis zu 41,7% zum Ende des Fortschreibungsjahres 2025 anzusteigen. Insgesamt ist der Anstieg des EBITDA und der EBITDA-Marge auf gesteigerte Umsatzerlöse im Vermietungsgeschäft durch höhere Auslastungen und Flottenerweiterungen sowie die diversen Kostensenkungsmaßnahmen des strategischen Reviews zurückzuführen. Das Programm soll in seiner jetzigen Form bis zum Jahr 2025 komplett abgeschlossen und implementiert sein und positive Effekte auf das EBITDA im

deutlich zweistelligen Millionenbereich haben. Zusätzlich wurden weitere strategische Ambitionen als pauschale Beiträge in der Planung abgebildet, die ab dem Jahr 2025 einen EBITDA-Beitrag von EUR 12,5 Mio. p.a. generieren sollen.

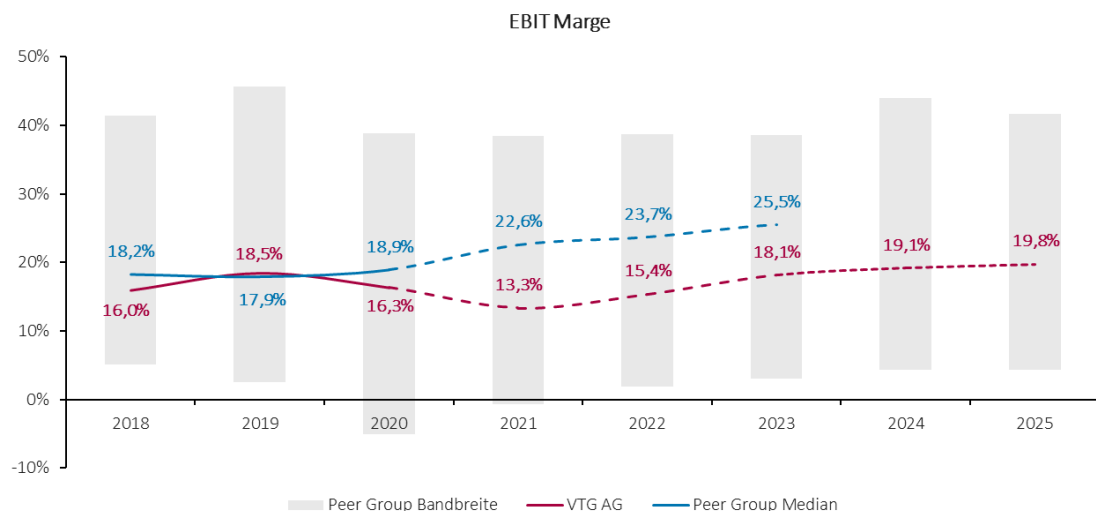
404. Die Entwicklung der EBITDA-Marge von VTG wird im Folgenden anhand einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert. Die folgende Darstellung zeigt den Verlauf der EBITDA-Marge von VTG sowie die Analystenprognosen für die Peer Group .



Quelle: Datenbank S&P Capital IQ für die Peer Group Daten

405. Die Darstellung zeigt die um historische Einmaleffekte und das Nordamerikageschäft bereinigte Entwicklung der EBITDA-Marge. In der Vergangenheit stieg die bereinigte EBITDA-Marge von VTG von 34,5% im Jahr 2018 auf 41,4% im Jahr 2019 und fiel im Jahr 2020 auf 40,9%. Insbesondere im Jahr 2019 erhöhte sich die EBITDA-Marge aufgrund der Umstellung auf IFRS 16 und einer positiven Entwicklung des Vermietungsgeschäfts in einem konjunkturell günstigen Umfeld. Vor allem in Europa wurde die Flotte bei konstant hoher Auslastung und unter Durchsetzung von Mietpreiserhöhungen eingesetzt. In Großbritannien führte der Ausbau der Flotte bei einer Auslastungserhöhung zu einem positiven EBITDA-Beitrag. Im Jahr 2020 war eine leicht sinkende EBITDA-Marge aufgrund von höheren Aufwendungen im Rahmen der Covid-19-Pandemie bspw. für höhere Leerstand- und Parkgebühren zu verzeichnen.
406. Während der Median der Peer Group EBITDA-Marge in der Historie stets unterhalb der Marge von VTG lag, wird in den Jahren 2021 und 2022 eine Annäherung an das Peer Group Niveau erwartet. Auch im weiteren Verlauf bis 2023 erwarten Analysten einen steigenden Median der EBITDA-Marge, der bis 2023 für die Peer Group auf bis zu 44,0% ansteigt. Über den gesamten Planungszeitraum bis 2025 ist die Entwicklung der EBITDA-Marge von VTG im Einklang mit der Peer Group. Die positive Entwicklung der EBITDA-Marge ist bei den Peer Group-Unternehmen, wie auch bei VTG, durch die erwartete Erholung des Schienenlogistikmarktes geprägt, die branchenweit zu steigenden Frachtvolumina und damit gesteigerten Auslastungen führt. Zuvor ist im Jahr 2021 der Rückgang der EBITDA-Marge im Wesentlichen auf einen steigenden Materialaufwand in der Logistik zurückzuführen.

407. Beim Vergleich der EBITDA-Margen zwischen VTG und der Peer Group ist der unterschiedliche Produktmix zu beachten. So weist VTG einen relativ hohen Anteil der Logistikaktivitäten an den Umsatzlösen aus, der eine deutlich niedrigere Marge erzielt als die Vermietung. Insofern stellt die auf Konzernebene betrachtete EBITDA-Marge eine durchschnittliche Größe dar, die aufgrund des unterschiedlichen Produktmixes zu den beobachtbaren Margen der Peer Group abweicht. Bei Unternehmen mit einem hohen Anteil der Umsatzerlöse aus der Vermietung und einer hohen Kapitalintensität, wie z.B. bei den Unternehmen GATX oder Aves One, ist tendenziell eine höhere EBITDA-Marge zu beobachten. Dagegen liegt die EBITDA-Marge bei dem Unternehmen Touax leicht unterhalb von der EBITDA-Marge von VTG, da das Unternehmen, neben einer eigenen Waggonflotte, auch Container und Frachtschiffe vermietet und in diesem Bereich geringere Margen realisiert.
408. Die Abschreibungsplanung bis zum Jahr 2023 basiert auf einer detaillierten Abschreibungssimulation auf Basis der individuellen Nutzungsdauern der Waggonflotte. Die Planung der Abschreibungen der immateriellen Vermögenswerte sowie der IFRS 16 Nutzungsrechte erfolgt separat. Die Abschreibungen wurde von VTG für die Jahre 2024 und 2025 fortgeschrieben.
409. Die folgende Darstellung zeigt den Verlauf der EBIT-Marge von VTG sowie die Analystenprognosen für die Peer Group.



Quelle: Datenbank S&P Capital IQ für die Peer Group Daten

410. Die Darstellung zeigt für VTG die um historische Einmaleffekte und das Nordamerikageschäft bereinigte Entwicklung der EBIT-Marge. Die EBIT-Marge verringert sich im Jahr 2021 zunächst auf 13,3% und steigt bis zum Jahr 2025 auf bis zu 19,8%. Zum einen resultiert die Verbesserung der EBIT-Marge aus der Steigerung der EBITDA-Marge. Zum anderen stellen die Abschreibungen fixe Kosten dar, sodass eine Steigerung der Flottenauslastung und eine Steigerung des Ergebnisbeitrags des Logistikgeschäfts zu einer Ausweitung der EBIT-Marge führt. Zudem führt die Aktivierung der leisen Bremssohlen im Jahr 2020 und 2021 und Erweiterungsinvestitionen zu einem Anstieg der Abschreibungen.

411. Der Median der EBIT-Margen der Peer Group lag in der dargestellten Historie relativ konstant zwischen 17,9% und 18,9%. Alleine im Jahr 2019 konnte VTG dieses Niveau erreichen. In den Jahren 2021 bis 2023 wird auf Basis der Analystenerwartungen erwartet, dass sich der Peer Group Median der EBIT-Marge weiter auf bis zu 25,5% verbessert. Dabei wächst die EBIT Marge der Peer Group Unternehmen vergleichsweise stetig und ist bereits auf die korrespondierende EBITDA Entwicklung zurückzuführen.
412. Im Jahr 2021 wird vorerst eine gegenläufige Bewegung der EBIT-Margen von VTG und des Peer Group Medians erwartet. Diese Differenz soll sich in den folgenden beiden Jahren bis 2023 wieder verringern. Dies ist auf die operative Effizienzsteigerung und weitere signifikante Investitionen in den Jahren 2021 bis 2023 zurückzuführen. Langfristig schreibt VTG die EBIT-Marge auf 19,8% fort, was unterhalb des Peer Group Medians liegt.

4.4.3 Finanzergebnis

413. Das Finanzergebnis setzt sich historisch aus den Zinsaufwendungen für die verzinslichen Verbindlichkeiten und Zinssicherungsgeschäfte sowie Zinserträgen aus der Neubewertung von Finanzinstrumenten zusammen.
414. Im Planungszeitraum werden keine Zinserträge und ähnliche Erträge geplant. Dementsprechend besteht das Finanzergebnis für den Planungszeitraum ausschließlich aus den Finanzierungsaufwendungen.
415. Die Planung der Finanzierungsaufwendungen basiert auf der im Jahr 2020 durchgeführten Refinanzierung und besteht aus einer detaillierten Planung der verzinslichen Verbindlichkeiten in Form von Konsortialkrediten, Privatplatzierungen, Projektfinanzierungen und weiteren Darlehen. Aus diesen Fremdkapitalinstrumenten einerseits und aus Zinssicherungsgeschäften andererseits resultiert der überwiegende Teil der Finanzierungsaufwendungen. In geringem Umfang sind weitere Finanzierungsaufwendungen in Form von Gebühren für Bankgarantielinien, Transaktionskosten, Zinszahlungen im Rahmen von Leasingverbindlichkeiten und für Pensionsverbindlichkeiten in der Planung abgebildet.
416. Die Finanzierungsaufwendungen steigen von EUR 73 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 87 Mio. in 2025. Dieser Anstieg resultiert im Wesentlichen aus der geplanten Entwicklung der Zinssicherungsgeschäfte sowie der weiteren geplanten Aufnahme von Fremdkapital. Für die Konsortialkredite sind variable Zinskonditionen vereinbart. Für sämtliche im Rahmen der Refinanzierung begebenen Privatplatzierungen sind fixe Zinskonditionen zwischen 1,5% und 2,7% vereinbart, die deutlich unterhalb der Zinskonditionen für die älteren Privatplatzierungen liegen. Die älteren Privatplatzierungen, die im Jahr 2011 begeben wurden, weisen Zinsen von mehr als 5,7% auf und laufen spätestens im Jahr 2026 aus. Abgeschlossene Zinssicherungsgeschäfte müssen grundsätzlich das Gesamtportfolio an Fremdkapitalinstrumenten von VTG im Idealfall zu mindestens 70% absichern. Von den variabel verzinsten Fremdkapitalinstrumenten sind zum Bewertungsstichtag rund EUR 1.975 Mio. abgesichert. Die gewichtete durchschnittliche Laufzeit über alle Fremdkapitalinstrumente beträgt zum Bewertungsstichtag rd. zehn Jahre. Der effektive Zinsaufwand variiert im Planungszeitraum von 2021 bis 2025 zwischen 2,2% und 2,4%.

4.4.4 Jahresüberschuss/-fehlbetrag

417. Die Ertragsteuern der VTG AG setzen sich aus Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag zusammen. In der Planung setzt VTG eine Steuerquote von rd. 25% an. Diese Quote basiert auf einer detaillierten Steuerplanung von VTG und berücksichtigt im Planungszeitraum die potenziellen Auswirkungen des deutschen Außensteuergesetzes, den für VTG voraussichtlichen Wegfall von Effekten aus der steuerlichen Zinsschranke in Deutschland sowie den durchschnittlichen Steuersatz der letzten Jahre der weiteren Länder, in denen VTG Steuern zahlt.
418. Bei der Planung der Steuern vom Einkommen und Ertrag wurden latente Steuern vereinfachend weder in der Planung der Steuern vom Einkommen und Ertrag noch in der Planung der aktiven und passiven latenten Steuern berücksichtigt. Grund hierfür ist, dass latente Steuern keinen Steuervorteil der Fremdfinanzierung („Tax Shield“) generieren, nicht zahlungswirksam und somit bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse nicht relevant sind.
419. Die Planung der zahlungswirksamen Steuern vom Einkommen und Ertrag wurde anhand des steuerrechtlichen Ergebnisses vor Ertragsteuern (EBT) und der Steuerquote von 25% ermittelt. Zusätzlich wurden in der Planung der zahlungswirksamen Steuern bestehende steuerliche Verlustvträge auf Ebene der jeweiligen Gesellschaften bzw. steuerlichen Organschaften berücksichtigt. Weitere wesentliche Verlustvträge in Nordamerika werden im Rahmen des Verkaufs der Vermögenswerte genutzt.
420. Im Ergebnis fallen im Planungszeitraum Steuern vom Einkommen und Ertrag i.H.v. EUR 21 Mio. im Jahr 2021 und EUR 53 Mio. im Jahr 2025 an. Die effektive Steuerquote beträgt 22,5% im Jahr 2021 und steigt aufgrund des Verbrauchs der steuerlichen Verlustvträge auf 24,2% im Jahr 2025 an.
421. Der Jahresüberschuss von VTG erhöht sich über den Planungszeitraum entsprechend kontinuierlich von EUR 22 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 165 Mio. im Jahr 2025. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 49,7%.

4.4.5 Bilanzplanung

422. Die der Bewertung zugrundeliegenden Plan-Bilanzen von VTG wurden für die Jahre 2021 bis 2023 geplant und einzelne Bilanzpositionen bis zum Jahr 2025 fortgeschrieben. Die Bilanz wird im Folgenden analysiert:

Bilanz

Aktiva

in EUR Mio.; jeweils zum 31. Dezember

	Bereinigte Historie		Planung		Strat. Fortschr.	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Immaterielle Vermögenswerte	580	575	569	563	557	551
Sachanlagen	3.287	3.353	3.596	3.937	4.138	4.377
Finanzanlagen	107	105	105	105	105	105
Anlagevermögen	3.974	4.033	4.270	4.605	4.800	5.033
Vorräte	87	87	87	87	92	97
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	198	214	214	230	240	251
Liquide Mittel	127	50	50	50	50	50
Ertragsteueransprüche	103	102	102	102	102	102
Umlaufvermögen	515	452	453	469	484	500
Summe Aktiva	4.489	4.485	4.723	5.074	5.284	5.533

423. Die Bilanzsumme nimmt von EUR 4.489 Mio. im Jahr 2020 um durchschnittlich 4,3% jährlich auf EUR 5.533 Mio. im Jahr 2025 zu.

Anlagevermögen

424. Das Anlagevermögen steigt von EUR 3.974 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 5.033 Mio. im Jahr 2025.
425. In den immateriellen Vermögenswerten werden sowohl Goodwill als auch weitere immaterielle Vermögenswerte wie Kundenbeziehungen, Marken, Lizenzen und andere immaterielle Vermögenswerte erfasst. Über den Planungszeitraum wird der Goodwill konstant bei EUR 488 Mio. fortgeplant, während die weiteren immateriellen Vermögenswerte jährlich um EUR 6 Mio. abgeschrieben werden.
426. Den größten Posten des Anlagevermögens stellen Sachanlagen und hier insbesondere die Waggonflotte dar. Des Weiteren sind in den Sachanlagen Container und Chassis, sonstige Sachanlagen wie bspw. Maschinen und Anlagen, Grundstücke und Bauten, andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung und die aktivierten IFRS 16 Nutzungsrechte enthalten.
427. Die Sachanlagen sollen im dargestellten Planungszeitraum von EUR 3.287 Mio. in 2020 auf EUR 4.377 Mio. im Jahr 2025 ansteigen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 5,9% entspricht. Hinter diesem Anstieg steht eine detaillierte Planung der Waggonflotte, der aktivierten Reparatur- und Instandhaltungskosten und der sonstigen Sachanlagen. Die VTG Waggonflotte soll insgesamt bis zum Jahr 2025 um ca. 6.050 Waggons erweitert werden. Die Planung der Investitionen basiert einerseits auf einem detaillierten Mengen-Gerüst für die neu zu erwerbenden Waggons und andererseits auf der von VTG erwarteten Preisentwicklung je Waggonart bzw. je Region. Die Planung der aktivierten Reparatur- und Instandhaltungskosten wurde auf Grundlage desselben Mengen-Gerüsts erstellt. Zudem wurden für die aktivierten Revisionen und Instandhaltungen die Revisionszyklen und Preisentwicklungen auf Basis der historischen Erfahrungswerte geplant.

428. Auch die Tanktainer-Flotte wird im Planungszeitraum aufgrund des stärkeren strategischen Fokus auf Vermietungsaktivitäten erweitert.
429. Insgesamt ergibt sich auf dieser Basis ein Investitionsvolumen von EUR 318 Mio. im Jahr 2021, das aufgrund von Investitionen in den Waggonpark und Tanktainer auf EUR 632 Mio. im Jahr 2023 ansteigt. Auch in den Jahren 2024 und 2025 wird aus diesem Grund ein höheres Investitionsvolumen als in der Vergangenheit von EUR 507 Mio. bzw. EUR 558 Mio. fortgeschrieben, gegenüber dem Jahr 2023 gehen die Investitionen jedoch bereits wieder zurück. Zusätzlich zu den Investitionen sind Zuführungen der Nutzungsrechte gemäß IFRS 16 in der Planung der Sachanlagen berücksichtigt.
430. In der folgenden Tabelle ist das Investitionsvolumen, aufgeteilt in Waggonpark, Reparatur- und Instandhaltungen, Digitalisierung und sonstige Investitionen dargestellt: ¹²⁵

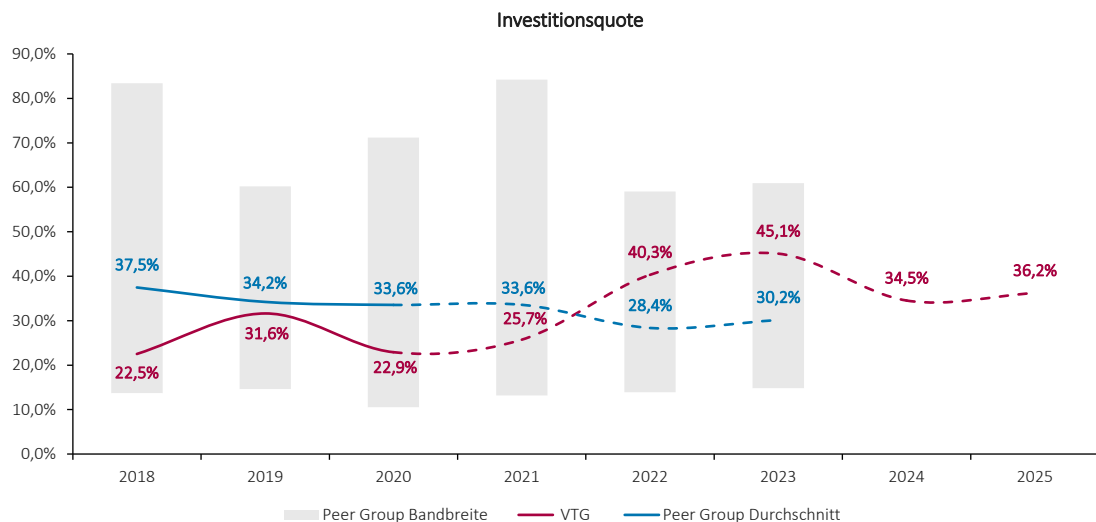
Zusammensetzung der Investitionen
in EUR Mio.

	Unbereinigte Historie			Planung			Strat. Fortschr.	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Waggonpark				132	326	418	292	293
Reparaturen und Instandhaltung				123	127	134	124	129
Digitalisierung				6	6	4	4	4
Sonstiges				58	60	75	86	132
Investitionen	241	387	279	318	519	632	507	558
<i>Investitionsquote exkl. IFRS 16</i>	<i>22,5%</i>	<i>31,6%</i>	<i>22,9%</i>	<i>25,7%</i>	<i>40,3%</i>	<i>45,1%</i>	<i>34,5%</i>	<i>36,2%</i>

431. Der Anstieg des Investitionsvolumens für die Waggonflotte von EUR 132 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 418 Mio. in 2023 ist im Wesentlichen getrieben durch einen Nachholeffekt bei Neuanschaffungen von Waggons im Nachgang zur Covid-19-Pandemie und der Erweiterung der Flotte. Zudem liegt der Investitionsplanung eine Planung der aufgrund des Alters der Waggons notwendigen Verschrottungen zugrunde, die zu Ersatzinvestitionen führen. In den Jahren 2024 und 2025 gehen die Erweiterungsinvestitionen wieder zurück. Entsprechend steigt die Investitionsquote bis zum Jahr 2023 auf 45,1% und liegt damit deutlich über den Werten der Vergangenheit. Anschließend normalisiert sich die Investitionsquote auf weiterhin hohem Niveau von 34,5% im Jahr 2024 bzw. 36,2% im Jahr 2026.
432. Die Investitionen in Reparaturen und Instandhaltung betreffen den aktivierungsfähigen Anteil der entsprechenden Kosten. Im Planungsverlauf nehmen die Investitionen für Reparaturen und Instandhaltungen von EUR 123 Mio. auf EUR 129 Mio. zu. Aufgrund der Initiativen des strategischen Reviews zur Senkung der Kosten für Reparaturen und Instandhaltungen einerseits und der hohen Kosten im Zusammenhang mit der Umrüstung der Bremssohlen im Jahr 2020 andererseits, geht die Quote im Verhältnis zu den Umsatzerlösen aus der Vermietung von 26,8% im Jahr 2021 auf 16,9% im Jahr 2025 zurück.

¹²⁵ Lediglich die Gesamtinvestitionen 2021 bis 2023 sind Teil der verabschiedeten Planungsrechnung. Die Investitionsplanung der Jahre 2024 und 2025 ist Bestandteil der strategischen Fortschreibung durch VTG und wurde von ValueTrust inklusive der Investitionsschwerpunkte unangepasst übernommen. Der hier dargestellte Aufriss der Investitionen nach Verwendungszweck (Waggonpark, Reparaturen und Instandhaltung, Digitalisierung, Sonstiges) wurde von ValueTrust auf Basis der Informationen von VTG erstellt.

433. Die sonstigen Investitionen nehmen von EUR 58 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 132 Mio. zu. Darin enthalten sind u.a. die Investitionen für die Neuausrichtung der Geschäftsaktivität Tanktainer, die jedoch in dieser Höhe nicht langfristig anfallen werden.
434. Nachfolgend werden die geplanten Investitionen im Verhältnis zu den Umsatzerlösen ("Investitionsquote") mit den Unternehmen der Peer Group verglichen.



Quelle: Datenbank S&P Capital IQ für die Peer Group Daten

435. Die durchschnittliche Investitionsquote der Peer-Group-Unternehmen lag über die Jahre 2018 bis 2020 zwischen 37,5% und 33,6%. Die Investitionsquote von VTG schwankte im gleichen Zeitraum sehr stark zwischen rd. 22,5% und 31,6%.
436. In der dargestellten Investitionsquote sind nur die Investitionen in das Sachanlagevermögen enthalten, jedoch keine Unternehmensakquisitionen, wie die Nacco-Übernahme im Jahr 2018. Aus diesem Grund ist die niedrige Investitionsquote von 22,5% im Jahr 2018 nicht repräsentativ für die Investitionsaktivität der VTG in diesem Jahr. Im Jahr 2019 erklärt sich die Investitionsquote von 31,6% durch Erweiterungsinvestitionen über die gesamte Flotte hinweg.
437. Aufgrund der Covid-19-Pandemie reduzierten sowohl die Peer-Group-Unternehmen als auch VTG die Investitionsaktivitäten, was in einem deutlichen Rückgang der Investitionsquote im Jahr 2020 der VTG reflektiert ist. In den Jahren 2021 bis 2023 steigt die Investitionsquote aufgrund eines Nachholeffekts und Erweiterungsinvestitionen und wird im Jahr 2023 voraussichtlich 45,1% erreichen. Dieses Niveau liegt sowohl in der Historie als auch in der Detailplanung noch innerhalb der Peer Group Bandbreite. In den Folgejahren 2024 und 2025 wird erwartet, die Investitionsquote auf 34,5% bzw. 36,2% zu reduzieren.
438. Generell ist die Bandbreite der Investitionsquote über die Peer Group abhängig vom Produktmix und unterliegt teilweise größeren Schwankungen. Die Zusammensetzung der Umsatzerlöse, z.B. aus dem Vermietungs- und dem Logistikgeschäft, hat, wie auch auf die EBITDA-Marge,

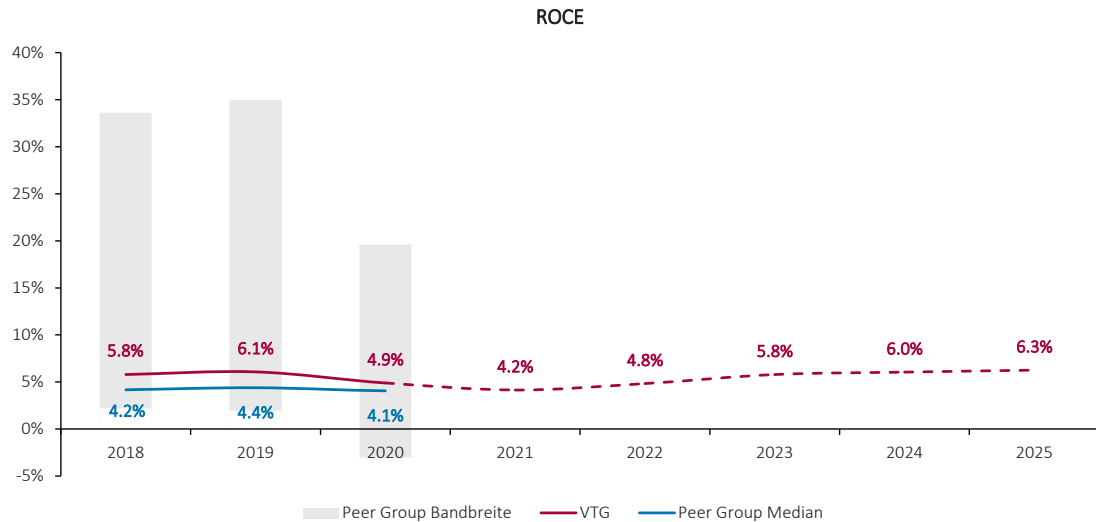
Einfluss auf die Höhe der Investitionsquote, da das Logistikgeschäft von einer geringen Anlagenintensität geprägt ist. So ist die Investitionsquote von GATX deutlich höher als von VTG, da GATX einen größeren Fokus auf Vermietungsaktivitäten hat, während VTG einen relativ großen Umsatzanteil mit Logistikaktivitäten erwirtschaftet.

- 439. Zudem hat die individuelle Altersstruktur der Waggonflotte ebenso Einfluss auf die notwendigen Investitionen wie regional abweichende technische Standards. In Russland z.B. sind die Investitionskosten je Waggon aufgrund der tendenziell einfacheren Technik und geringerer Sicherheitsstandards geringer als in Europa oder Nordamerika.
- 440. Auch die Flottenzusammensetzung an sich, bspw. das Verhältnis von Waggons und Containern oder unterschiedliche Waggontypen können das Investitionsvolumen signifikant beeinflussen.
- 441. Zudem weist z.B. Aves One eine äußerst hohe Investitionsquote auf, da sich das Unternehmen im Rahmen einer strategischen Repositionierung zunehmend auf die Vermietung einer eigenen Waggonflotte konzentriert und nach Veräußerung seines Containergeschäfts die eigene Flotte stark aufbaut. Insgesamt können die Investitionen anhand eines detaillierten Mengengerüsts und den Preisen nachvollzogen werden und sind daher plausibel.
- 442. Die Finanzanlagen von VTG bestehen zum Großteil aus den nach der Equity-Methode bilanzierten Unternehmen und sind auf konstantem Niveau geplant. Dadurch wird implizit eine vollständige Ausschüttung der Jahresüberschüsse der nach der Equity-Methode bilanzierten Unternehmen unterstellt.

Umlaufvermögen

- 443. Das Umlaufvermögen sinkt von EUR 515 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 500 Mio. im Jahr 2025.
- 444. Die Vorräte bleiben bis 2023 auf einem Niveau von EUR 87 Mio. konstant, was einer Verringerung der Lagerreichweite von 70 Tagen auf 57 Tage entspricht. In der Folge werden die Vorräte auf Basis einer Lagerreichweite von 57 Tagen fortgeplant. Im Vergleich dazu weist die Peer Group in der Historie eine geringere Lagerreichweite von durchschnittlich 40 Tagen auf.
- 445. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen steigen über den Planungszeitraum von EUR 173 Mio. in 2020 auf EUR 227 Mio. in 2025. Die entsprechende Forderungslaufzeit bleibt mit ca. 53 bis 54 Tagen insgesamt konstant. Dies entspricht dem Niveau der Peer Group, die im historischen Median eine Forderungslaufzeit zwischen 48 und 55 Tagen hat.
- 446. Sowohl die sonstigen Vermögenswerte als auch die Ertragsteueransprüche werden in der Planung bis zum Jahr 2025 auf konstantem Niveau fortentwickelt.
- 447. Die liquiden Mittel nehmen von EUR 127 Mio. in 2020 auf EUR 50 Mio. ab dem Jahr 2021 ab. In der Folge bleiben die liquiden Mittel konstant auf diesem Niveau. Dies ist auf einen laut VTG notwendigen operativen Mindestbestand von EUR 50 Mio. zurückzuführen, der auf Basis historischer Analysen ermittelt wurde. Liquide Mittel, die über den operativen Mindestbestand hinausgehen, werden annahmegemäß vollständig ausgeschüttet.

448. Als ergänzende Analyse in Bezug auf den Zusammenhang zwischen der operativen Profitabilität und Kapitalverwendung (Aktivseite der Bilanz) wird die Rendite auf das eingesetzte Kapital (sog. Return on Capital Employed, „ROCE“) von VTG mit der Peer Group verglichen:



Quelle: Datenbank S&P Capital IQ für die Peer Group Daten

449. Der historische ROCE von VTG lag in den vergangenen drei Jahren in einer Bandbreite von 4,9% bis 6,1% und damit über dem Median der Peer Group. Der Peer Group Median betrug in diesem Zeitraum zwischen 4,1% und 4,4%. Für die Planjahre 2021 bis 2025 plant VTG, den ROCE auf 6,3% zu steigern und damit eine deutliche Steigerung im Vergleich zur eigenen historischen Entwicklung und dem historischen Niveau des Peer Group Medians zu erreichen. Im Zusammenhang mit der Betrachtung der gewichteten Kapitalkosten plant VTG nicht nur eine deutliche Überrendite zu erreichen, sondern diese auch noch deutlich auszuweiten. Für die Unternehmensbewertung stellt diese Überrendite einen entscheidenden Werttreiber dar.

450. Die Passivseite der Bilanz beinhaltet neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches auf Basis der integrierten Planungsrechnung abgeleitet wird:

Passiva	Bereinigte Historie		Planung		Strat. Fortschr.	
in EUR Mio.; jeweils zum 31. Dezember	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Eigenkapital	637	708	763	864	909	959
Rückstellungen	66	66	66	66	66	66
Verzinsliche Verbindlichkeiten	3.337	3.281	3.456	3.684	3.839	4.027
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	156	167	169	183	192	204
Sonstige Verbindlichkeiten	18	0	3	8	8	8
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	12	0	2	5	5	5
Ertragsteuerschulden	263	263	263	263	263	263
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	449	430	438	460	469	481
Summe Passiva	4.489	4.485	4.723	5.074	5.284	5.533

Eigenkapital

451. Das Eigenkapital beträgt für das Jahr 2020 EUR 637 Mio. Insgesamt steigt das Eigenkapital im Planungszeitraum bis zum Jahr 2025 kontinuierlich auf EUR 959 Mio. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 8,5% und ist im Wesentlichen durch die positive Entwicklung der Jahresüberschüsse im Planungszeitraum getrieben. In der hier gezeigten Vorsteuerrechnung wird die über die operative Mindestkasse hinausgehende Liquidität ausgeschüttet.

Rückstellungen

452. Die Rückstellungen bestehen aus kurzfristigen und langfristigen Rückstellungen für betriebstypische Risiken und Personalarückstellungen. Die Rückstellungen sind über den gesamten Planungszeitraum konstant bei EUR 66 Mio. geplant.

Verbindlichkeiten

453. Die Verbindlichkeiten setzen sich aus verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten zusammen. Insgesamt ist eine Zunahme der Verbindlichkeiten von EUR 3.786 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 4.508 Mio. geplant. Dabei nehmen die verzinslichen Verbindlichkeiten im Planungszeitraum von EUR 3.337 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 4.027 Mio. im Jahr 2025 zu.

Zusammensetzung der verzinslichen Verbindlichkeiten	Bereinigte Historie		Planung		Strat. Fortschr.	
in EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Privatplatzierungen		829	829	800	800	800
Konsortialkredite		1.622	1.605	1.548	1.535	1.192
Projektfinanzierungen		27	25	23	23	23
Sonstige Finanzschulden		-	-	300	400	400
Betriebsmittellinie		-8	211	250	331	874
Zinssicherungsgeschäfte		302	302	302	302	302
IFRS 16		444	418	393	381	369
Pensionsverbindlichkeiten		67	67	67	67	67
Gesamt	3.337	3.281	3.456	3.684	3.839	4.027

454. Die dargestellte Zunahme ist insbesondere durch die Finanzierung der geplanten Investitionen in die Waggon- und Tanktainerflotte getrieben. Die Planung der Finanzverbindlichkeiten basiert grundsätzlich auf den vertraglichen Darlehenskonditionen hinsichtlich Laufzeit, Tilgung und Zinssatz. Des Weiteren wird angenommen, dass endfällige Darlehen durch VTG refinanziert werden. Dabei wird angenommen, dass die Refinanzierungen mit einer durchschnittlichen Fremdkapitallaufzeit von ca. zehn Jahren vorgenommen werden. Die Zinskonditionen wurden auf Basis der heutigen Zinsstrukturkurve für Unternehmensanleihen mit einem Fremdkapitalrating von BBB als Forward Rates zum Zeitpunkt der Refinanzierungen mit einer Zinsbindung von zehn Jahren abgeleitet.
455. In Ergänzung zu den verzinslichen Verbindlichkeiten verfügt VTG über Zinssicherungsgeschäfte, die maßgeblich zum Finanzergebnis beitragen. Über Zinssicherungsgeschäfte und fixverzinsliche Verbindlichkeiten sollen die verzinslichen Verbindlichkeiten von VTG zu 70% bis 90% gegen steigende Zinsen abgesichert sein. Für Bewertungszwecke wurde dieser Posten den verzinslichen Verbindlichkeiten zugerechnet, sodass die entsprechenden Zahlungen zum Finanzergebnis beitragen. Die Zinssicherungsgeschäfte wurden in der Planbilanz konstant fortentwickelt, um nicht zahlungswirksame Effekte aus der Neubewertung der Zinssicherungsgeschäfte nicht in die Cashflow-Ableitung einzubeziehen.
456. Die in den verzinslichen Verbindlichkeiten enthaltenen Leasingverbindlichkeiten werden analog der Entwicklung der Nutzungsrechte bis zum Jahr 2025 teilweise getilgt. Die entsprechende Zinskomponente ist im Finanzergebnis abgebildet. Zudem sind die Pensionsverbindlichkeiten den verzinslichen Verbindlichkeiten zugerechnet. Diese sollen sich gemäß Bilanzplanung von VTG im Planungszeitraum auf einem konstanten Niveau von EUR 67 Mio. entwickeln.
457. Entsprechend der mit den finanzierenden Banken vereinbarten Financial Covenants wird unter Berücksichtigung eines Sicherheitspuffers eine maximale Verschuldung im Verhältnis zum EBITDA i.H.v. 6,25x avisiert. Auf Basis der dargestellten Planung wird diese Verschuldungskennzahl zum Ende der strategischen Fortschreibung nicht überschritten.
458. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten von VTG stiegen im Planungszeitraum von EUR 449 Mio. im Jahr 2020 auf EUR 481 Mio. in 2025 und bestehen im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Ertragsteuerschulden und sonstigen Verbindlichkeiten. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen steigen in der Planperiode von EUR 156 Mio. in 2020 bis auf EUR 204 Mio. im Jahr 2025. Dies entspricht einem Rückgang der Kreditorenlaufzeit von 125 Tagen auf 120 Tage. Die Kreditorenlaufzeit der Peer Group hingegen liegt in der Vergangenheit auf einem geringeren Niveau zwischen 50 Tagen und 57 Tagen, sodass hier bereits von einem vergleichsweise langen Zahlungsziel ausgegangen wird.
459. Die Ertragsteuerschulden betragen zum Ende des Jahres 2020 EUR 263 Mio. und resultieren im Wesentlichen aus Ansatz- und Bewertungsunterschieden des Sachanlagevermögens, die zu passiven latenten Steuern führen. Im Gegensatz zur originären Planung von VTG entwickelt sich dieser Posten in den der Bewertung zugrunde liegenden Planbilanzen konstant fort. Dies gewährleistet, dass die latenten Steuern nicht zahlungswirksam werden.

460. Die wesentlichen Passivposten der Bilanzplanung, insbesondere des Eigenkapitals und der verzinslichen Verbindlichkeiten bilden die zentralen Annahmen der Ertragsplanung sachgerecht ab.

4.4.6 Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung

461. Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.
462. Der Planungsprozess von VTG folgt grundsätzlich einem mehrstufigen Top-Down/Bottom-Up Ansatz im Gegenstromverfahren, in dem strategische Ziele, das Investitionsbudget und bestimmte KPIs zunächst Top-Down vorgegeben werden. Die Planung der Umsatzerlöse, Aufwendungen sowie der konkreten Investitionsvorhaben erfolgt jedoch auf Ebene der verschiedenen Geschäftsbereiche. Grundsätzlich wird die Verkaufsplanung auf Basis der einzelnen Kundenverträge und der individuell vereinbarten Konditionen vorgenommen. Zudem erfolgt eine detaillierte Planung von Flotteninstandhaltungs-, Modernisierungs- und Erweiterungsinvestitionen. Dieses Detaillevel der Planung sowie der iterative Prozess mit dem Vorstand stellt sicher, dass die auf Konzernebene abgeleiteten Erlöse und Kosten die zukünftige Entwicklung von VTG adäquat abbilden.
463. Auch die Aktualisierung der Planungsrechnung im Zusammenhang mit dem strategischen Review basiert auf einem detaillierten Preis- und Mengengerüst auf Basis der einzelnen Einheiten des VTG Konzerns und den konkret geplanten Initiativen.
464. Die geplante Entwicklung der Umsatzerlöse ist in der Vermietung durch die Flottengröße, Auslastung und Mietpreisentwicklung und im Logistikbereich, insbesondere durch die Höhe des Frachtaufkommens getrieben. Die geplante Flottenerweiterung wurde auf Basis der Investitionsvolumina und Preisentwicklung nachvollzogen und als plausibel erachtet. Die geplante Erhöhung der Auslastung erscheint im Hinblick auf die in der Vergangenheit erzielte Auslastung plausibel. Auch die entsprechende Entwicklung der jeweiligen Mietpreise erscheint realistisch. Im Vergleich zu den zur Verfügung stehenden Marktstudien und Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung des Logistikmarktes, insbesondere auf der Schiene, erscheint das geplante Wachstum von VTG ambitioniert. Vor dem Hintergrund, dass signifikante Aufholeffekte im Nachgang zur Covid-19-Pandemie erwartet werden, die größtenteils nicht in die Marktstudien einfließen, wird die Umsatzplanung insgesamt zwar als ambitioniert, aber plausibel erachtet. Zudem wurden in der Planung weitere Ambitionen „Top Down“ berücksichtigt, die zum Zeitpunkt der Planungserstellung nicht hinreichend konkretisiert waren und gemäß IDW S1 gar nicht zu berücksichtigen gewesen wären.
465. Auch der Vergleich der Planung von VTG mit den Analystenerwartungen für die Peer Group liefert ähnliche Erkenntnisse. Das historische und geplante Umsatzwachstum liegt in den beiden von der Covid-19-Pandemie geprägten Jahren 2020 und 2021 jeweils am oberen Ende der Peer Group Bandbreite. Zum Ende des Planungshorizonts liegt das Wachstum von VTG auf dem letzten verfügbaren Niveau des Peer Group Medians und erscheint demnach plausibel.

466. Die geplante EBITDA-Marge von VTG ist insbesondere durch den strategischen Review beeinflusst. Für die drei Säulen dieses Programms – Erschließung von neuem und bessere Nutzung des vorhandenen Umsatzpotentials, Effizienzsteigerung im Bereich Reparaturen und Instandhaltung sowie Effizienzsteigerung in den Holdingfunktionen – wurden bereits Maßnahmen identifiziert, konkretisiert und quantifiziert. Auch die Umsetzung dieser Maßnahmen hat bereits begonnen und soll bis zum Jahr 2025 vollständig zum Tragen kommen. Der Effekt aus dem strategischen Review soll auf EBITDA Ebene nachhaltig im deutlich zweistelligen Millionenbereich liegen. Bei den geplanten EBITDA-Margen ist im Peer Group Vergleich zu beachten, dass der Produktmix des jeweiligen Peer Group Unternehmens ein entscheidender Faktor für die Höhe und Vergleichbarkeit der EBITDA-Margen ist. Dadurch ergibt sich eine relativ große Bandbreite für die Peer Group. Nichtsdestotrotz liegen die geplanten EBITDA-Margen von VTG langfristig leicht über dem historisch erzielten Niveau und nahe am Peer Group Median, sodass die Entwicklung, insbesondere auf Basis des detaillierten Preis-Mengengerüsts, als plausibel erachtet wird.
467. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital steigt von 4,9% im Jahr 2020 bis zum Ende des Planungs- bzw. Fortschreibungszeitraums auf 6,3% und liegt damit über den gewichteten Kapitalkosten zum Bewertungsstichtag.
468. Die Planungsrechnung wurde, mit Ausnahme der Steuerplanung unangepasst übernommen. Aufgrund der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung inklusive Preis-Mengen-Gerüst, den Benchmarking-Analysen mit der Peer Group, den mit dem Management von VTG geführten Gesprächen und der Analyse des Planungsprozesses wird die Planungsrechnung als insgesamt plausibel erachtet.

4.5. Fortführungsphase

469. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens in zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst i.d.R. drei bis fünf Geschäftsjahre.
470. Befindet sich das Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in dem für den Ansatz der Fortführungsphase erforderlichen „eingeschwungenen Zustand“, z.B. aufgrund eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sind in der Fortführungsphase als zweite Phase entsprechende Annahmen zu treffen, die einen Ansatz der Fortführungsphase ermöglichen.¹²⁶ Der „eingeschwungene Zustand“ beschreibt eine nachhaltige Ertrags- und Vermögenslage, in der sämtliche Posten der Gewinn- und Verlustrechnung mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen und sich insofern keine Veränderungen von wesentlichen Werttreibern mehr erge-

¹²⁶ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Rz. A 238 für die Begründung zur Verwendung einer Konvergenz- oder Grobplanungsphase.

ben. Auf diese Weise können außerordentliche Effekte in der Planung angepasst und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Dabei wurde zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses eine detaillierte Modellierung der finanziellen Überschüsse vorgenommen und in eine ewige Rente in der Fortführungsphase umgerechnet.

Nachhaltiges Ergebnis

471. Zum Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2025 befindet sich VTG noch nicht in dem für den Ansatz der ewigen Rente erforderlichen eingeschwungenen Zustand. Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Investitionen in die Flotte aufgrund der vorhandenen Alterstruktur über das Jahr 2025 hinaus Schwankungen unterliegen, im Logistikgeschäft aufgrund von in 2025 getätigten Investitionen weiteres mengenbasiertes Umsatzwachstum zu berücksichtigen ist und die Finanzierungskonditionen der verzinslichen Verbindlichkeiten erst nach dem Jahr 2025 auslaufen. Entsprechend sind bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse in der Fortführungsphase Anpassungen vorzunehmen.
472. In der Fortführungsphase wird die im letzten Detailplanungsjahr 2025 erzielte Wachstumsrate der Umsatzerlöse i.H.v. 5,0% über einen Zeitraum von sieben Jahren,¹²⁷ anhand der Fortentwicklung der Umsatzerlöse untergliedert in Mietumsätze und Umsätze aus Logistikaktivitäten der einzelnen Geschäftsfelder und anhand der nachhaltigen bestehenden Waggonflotte und der Containerflotte entsprechend der Anzahl der Waggons und Container abgeleitet und auf das für die Fortführungsphase angenommene nachhaltige Niveau von 1,0% hingeführt.
473. Die Umsatzerlöse aus der Vermietung befinden sich im Jahr 2025 noch nicht im eingeschwungenen Zustand. Zwar bleibt die Waggonflotte ab dem Jahr 2025 konstant, allerdings werden im Bereich Tanktainer noch die Umsatzerlöse aus den bereits im Jahr 2025 getätigten Investitionen erst ab dem Jahr 2026 in voller Höhe realisiert. Darüber hinaus wird das Wachstum der Umsatzerlöse aus dem sonstigen Logistikgeschäft aus dem Jahr 2025 auf ein nachhaltiges Niveau überführt.
474. Die im Jahr 2025 geplante EBITDA-Marge i.H.v. 41,7% berücksichtigt noch nicht, dass langfristig weitere EBITDA Steigerungen realisiert werden müssen, damit der Ziel ROCE von 6,5% erreicht werden kann. Die nachhaltige EBITDA-Marge von 43,2% liegt deutlich über der bereinigten EBITDA-Marge von durchschnittlich 38,9% in den Jahren 2018 bis 2020 und über dem durchschnittlichen Peer Group Median von 35,6% im Zeitraum von 2018 bis 2023.
475. Das nachhaltige Finanzergebnis ergibt sich aus der Fortentwicklung der verzinslichen Verbindlichkeiten. Dabei wird auf Basis einer durchschnittlichen Fremdkapitallaufzeit anhand von Forward Rates ein Zinssatz von 2,4% für die notwendigen Refinanzierungen angesetzt. Eine Verzinsung der Kasse wird aufgrund der negativen Zinsen für kurze Laufzeiten nicht angenommen.

¹²⁷ In den folgenden Tabellen ist die Überführung von der strategischen Fortschreibung in den nachhaltigen Zustand aus Darstellungsgründen barwert-äquivalent in das Jahr 2026 umgerechnet.

476. Die effektive Steuerquote des Jahres 2025 i.H.v. 24,2% ist nicht auf dem nachhaltigen Niveau, da die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge im Detailplanungszeitraum nicht vollständig aufgebraucht werden. Entsprechend sind auch nach dem Jahr 2025 steuerliche Verlustvorträge nutzbar. Unter Berücksichtigung der realisierbaren steuerlichen Verlustvorträge beträgt die nachhaltige effektive Steuerquote 24,9%.
477. Hinsichtlich der Investitionen in das Anlagevermögen befindet sich der Waggonpark und die Containerflotte zum Ende des Jahres 2025 noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand. Insbesondere werden im Jahr 2025 Erweiterungsinvestitionen abgebildet, die langfristig entfallen. Zur Abbildung der nachhaltigen Umsatzerlöse aus der Vermietung und Investitionen wurde anhand der Altersstruktur der Waggonflotte und der wirtschaftlichen Restnutzungsdauern eine Fortentwicklung des Flottenbestands anhand der Verschrottungen und der notwendigen Ersatzinvestitionen vorgenommen und in einen nachhaltigen Zustand überführt.
478. Die unter Berücksichtigung der Investitionszyklen abgeleitete nachhaltige Investitionsquote beträgt 22,9% ohne Berücksichtigung der IFRS Zuführungen und liegt damit noch unter der durchschnittlichen Investitionsquote im Zeitraum von 2018 bis 2020 von 25,7% und entspricht der von einem Investitionsaufschub geprägten Investitionsquote von 22,9% im Jahr 2020.
479. Auf Basis des nachhaltigen EBIT und des investierten Kapitals wird der nachhaltige Ziel-ROCE von VTG von 6,5% erreicht. Dieser liegt über dem durchschnittlichen ROCE der Jahre 2018 bis 2020 und etwas über dem ROCE des Jahres 2019. In der Sensitivitätsberechnung mit einem Wachstumsabschlag von 1,5% (vgl. folgender Abschnitt) ergibt sich aufgrund der Fixkostendegression ein ROCE von 7,0%.
480. Der nachhaltige Verschuldungsgrad i.H.v. ca. 120% entspricht einer Verschuldung i.H.d. 6,0x-fachen des EBITDA und liegt damit nahe der maximalen Verschuldung von 6,25x. Dieser Verschuldung stellt eine nachhaltige Zielgröße von VTG dar, die ein Rating im Investmentgrade Bereich sicherstellt.
481. Das nachhaltige Niveau der Working Capital Positionen Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wird anhand der jeweiligen Kennzahlen Vorratsdauer, Kreditoren- und Debitorenlaufzeit geplant.
482. Die liquiden Mittel in der Fortführungsphase ergeben sich aus der integrierten Fortentwicklung der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz unter Berücksichtigung der Mindestkasse sowie der unterstellten Dividendenausschüttung. Nachhaltig wird eine Mindestkasse von ca. EUR 55 Mio. angenommen, was liquiden Mitteln i.H.v. 3,2% der Umsatzerlöse entspricht.
483. Die Entwicklung des Eigenkapitals erfolgt integriert unter Berücksichtigung des Jahresergebnisses der jeweiligen Periode und der Dividendenausschüttungen. Dabei wird in der Vorsteuerrechnung annahmegemäß die über den operativ notwendigen Liquiditätsbestand hinausgehende Liquidität vollständig ausgeschüttet. In der Nachsteuerrechnung wird dagegen eine Ausschüttungsquote von 45,0% (vor persönlichen Steuern) des Jahresergebnisses unterstellt. Dies

entspricht der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group im den Jahren 2018 bis 2020.

Nachhaltige Wachstumsrate

484. Bei der Planungsrechnung von VTG handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen. Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten einzubeziehen. Die angesetzte nachhaltige Wachstumsrate beträgt 1,0% p.a.
485. Zum Bewertungsstichtag ist VTG hauptsächlich am europäischen Markt des Schienengüterverkehrs tätig. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts in Euro erfolgt, muss bei Inflation ebenfalls hauptsächlich auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa. Bereits in der Vergangenheit war zu beobachten, dass das inflationäre Wachstum regelmäßig unter dem durch die Zentralbanken angegebenen Zielwert liegt. Eine einführende Analyse hierzu wurde bereits im Rahmen des Kapitels „Makroökonomische Situation und Ausblick“ vorgenommen. So wurde im Zeitraum von 2016 bis 2020 jeweils in Europa und Deutschland lediglich eine durchschnittliche Inflationsrate von 1,1% realisiert. Im Nachgang zur Covid-19-Pandemie wird in Europa eine Inflationsrate von durchschnittlich 1,6% und in Deutschland von 1,7% im Zeitraum von 2021 bis 2025 prognostiziert. In der Langzeitprognose kann davon ausgegangen werden, dass sich die Inflation wieder den historischen Werten annähert. (vgl. Kapitel 2.3.3.2.).
486. In einer Gesamtbeurteilung aller Wachstumskomponenten wurde insbesondere vor dem Hintergrund der erwarteten Inflation 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 Steuern) bei einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern zugrunde gelegt. Der entsprechende Wachstumsabschlag zur Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern beträgt 0,87% bei einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75%.
487. Zur Darstellung der Sensitivität des Unternehmenswerts in Bezug auf die Marktrisikoprämie von 8,0% vor Steuern bzw. 6,5% nach Steuern wird es als sachgerecht erachtet, den Wachstumsabschlag auf 1,5% vor Steuern bzw. 1,30% anzuheben, um Wechselwirkungen konsistent abzubilden. Die Abbildung der Wechselwirkungen beruht auf den Modellen zur Ermittlung von impliziten Marktrisikoprämien, bei denen die Wachstumsrate als Einflussgröße berücksichtigt

wird. Bei einer hohen Wachstumsrate ergibt sich insofern eine hohe implizite Rendite und vice versa.

4.6. Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung	Bereinigte Historie			Planung			Strat. Fortschr.		TV
in EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
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	1.590,2
davon 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	1.590,2
Wachstum in %	-	13,7%	0,1%	3,4%	4,1%	8,8%	4,8%	5,0%	n.a.
davon Bestandsveränderungen	-3,4	3,4	-0,9	1,3	0,2	-	-	-	-
Materialaufwand	-463,5	-451,6	-455,0	-494,3	-506,6	-557,6	-585,8	-620,2	-639,5
Rohrertrag	583,0	745,8	739,9	744,0	781,1	843,3	882,5	921,9	950,7
in % der Gesamtleistung	55,7%	62,3%	61,9%	60,1%	60,7%	60,2%	60,1%	59,8%	59,8%
Personalaufwand	-110,1	-118,0	-126,5	-140,5	-141,4	-143,6	-144,4	-146,8	-151,4
Sonstige betriebliche Erträge	40,1	41,9	44,0	26,0	23,9	25,9	31,6	37,0	59,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-152,2	-173,4	-168,9	-166,6	-159,5	-152,0	-159,7	-169,1	-172,6
EBITDA	360,8	496,3	488,4	462,9	504,0	573,5	610,0	643,1	686,3
in % der Gesamtleistung	34,5%	41,4%	40,9%	37,4%	39,1%	40,9%	41,5%	41,7%	43,2%
Abschreibungen	-193,7	-275,0	-293,1	-297,6	-305,9	-319,6	-328,9	-338,1	-358,3
EBIT	167,1	221,3	195,4	165,3	198,2	254,0	281,2	304,9	328,1
in % der Gesamtleistung	16,0%	18,5%	16,3%	13,3%	15,4%	18,1%	19,1%	19,8%	20,6%
Finanzergebnis	-67,5	-77,3	-77,2	-73,4	-75,6	-79,6	-89,4	-87,3	-96,5
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	99,6	143,9	118,2	91,9	122,6	174,4	191,7	217,6	231,6
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassung Bereinigungen)	-34,7	2,7	-78,6	-	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Ertragsteuern	64,9	146,6	39,6	91,9	122,6	174,4	191,7	217,6	231,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-19,4	-34,4	-17,7	-20,6	-28,2	-40,8	-45,5	-52,7	-57,6
Effektive Steuerquote (in %)	30,0%	23,4%	44,7%	22,5%	23,0%	23,4%	23,7%	24,2%	24,9%
Jahresergebnis	45,5	112,2	21,9	71,2	94,4	133,6	146,2	164,9	174,0
in % der Gesamtleistung	4,3%	9,4%	1,8%	5,8%	7,3%	9,5%	10,0%	10,7%	10,9%

Wesentliche Kennzahlen und Werttreiber in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Gesamtleistung	1.238,3	1.287,7	1.401,0	1.468,3	1.542,1	1.590,2
Wachstum in %	3,6%	4,0%	8,8%	4,8%	5,0%	
EBITDA	462,9	504,0	573,5	610,0	643,1	686,3
in % der Gesamtleistung	37,4%	39,1%	40,9%	41,5%	41,7%	43,2%
EBIT	165,3	198,2	254,0	281,2	304,9	328,1
in % der Gesamtleistung	13,3%	15,4%	18,1%	19,1%	19,8%	20,6%
NOPLAT	128,1	152,6	194,5	214,4	231,1	246,5
in % der Gesamtleistung	10,3%	11,8%	13,9%	14,6%	15,0%	15,5%
Anlagevermögen	4.033,0	4.270,0	4.604,8	4.800,1	5.033,1	
Wachstum in %	1,5%	5,9%	7,8%	4,2%	4,9%	
Umschlagshäufigkeit	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	
Brutto-Investitionen (CAPEX) exkl. IFRS 16	-318,4	-519,3	-631,6	-506,8	-558,3	-363,4
in % der Gesamtleistung	-25,7%	-40,3%	-45,1%	-34,5%	-36,2%	-22,9%
Net Working Capital	-44,0	-51,0	-57,2	-52,2	-47,2	
Wachstum in %	n.m.	15,8%	12,2%	-8,8%	-9,5%	
Umschlagshäufigkeit	n.m.	-29,2x	-27,5x	-25,7x	-29,6x	
Investiertes Kapital (aktivisch)	3.989,0	4.219,0	4.547,6	4.748,0	4.985,9	
Wachstum in %	0,4%	5,8%	7,8%	4,4%	5,0%	
Umschlagshäufigkeit	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	
Verzinsliche Verbindlichkeiten	3.280,7	3.455,9	3.683,7	3.839,0	4.026,9	
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) auf Ø-Bestand	4,2%	4,8%	5,8%	6,0%	6,3%	6,5%

5. KAPITALISIERUNGSZINSSATZ

488. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden Cashflows-to-Equity 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 gesehen bildet der Kapitalisierungszinssatz die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in das zu bewertende Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert dann die Rendite einer, zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten, Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.¹²⁸
489. Im vorliegenden Fall wird zunächst der Cashflow-to-Equity-Ansatz der DCF-Methode für die Wertermittlung vor persönlichen Steuern nach IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen verwendet. Zudem wird der Kapitalisierungszinssatz im Rahmen der unmittelbaren Typisierung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern ermittelt.
490. Der Cashflow-to-Equity, der als Grundlage für die Wertermittlung nach dem Cashflow-to-Equity-Ansatz dient, ist der Zahlungsstrom, der den Eigenkapitalgebern zufließt. Demnach wird der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden periodenspezifisch berechnet.
491. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^V = r_{f(v.pers.Steuern)} + \beta_V \times MRP_{v.pers.Steuern}$$

mit

r_{EK}^V : Verschuldete Eigenkapitalkosten

$r_{f(v.pers.Steuern)}$: Risikoloser Basiszinssatz (vor persönlichen Steuern)

β_V : Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)

$MRP_{v.pers.Steuern}$: Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern)

492. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolien) in Betracht.

¹²⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 113 ff.

Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikoprämie zerlegen.

493. Die dargestellte Vorgehensweise zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern ist analog auch mit Größen nach persönlichen Steuern anwendbar.

5.1 Eigenkapitalkosten

5.1.1 Basiszinssatz

494. Der Basiszinssatz repräsentiert die Rendite einer (quasi) risikofreien und fristadäquaten Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.
495. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurve¹²⁹ kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).
496. Auf dieser Grundlage wird zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen Basiszinssatz von gerundet 0,30% vor persönlichen Steuern ausgegangen. Nach Berücksichtigung der Abgeltungssteuer i.H.v. 25% und dem Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5% ergibt sich ein einheitlicher Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von gerundet 0,22%.

5.1.2 Risikozuschlag

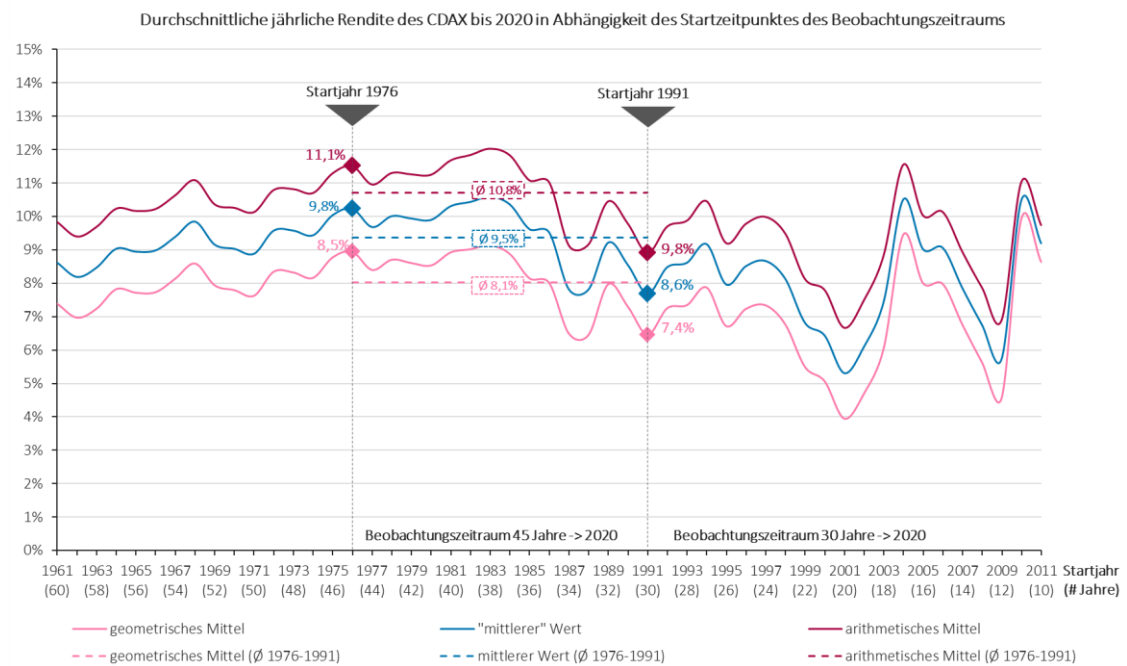
497. Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das Verhalten des Gesamtmarkts abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die für die Übernahme dieses Risikos geforderte Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erklärt werden.

¹²⁹ Schätzung anhand der Svensson-Methode.

498. In Bezug auf die Kapitalkosten nach persönlichen Steuern wird auf das sog. "Tax-CAPM" abgestellt. Hier ist die Marktrisikoprämie in eine Größe nach persönlichen Steuern zu überführen.

Marktrisikoprämie

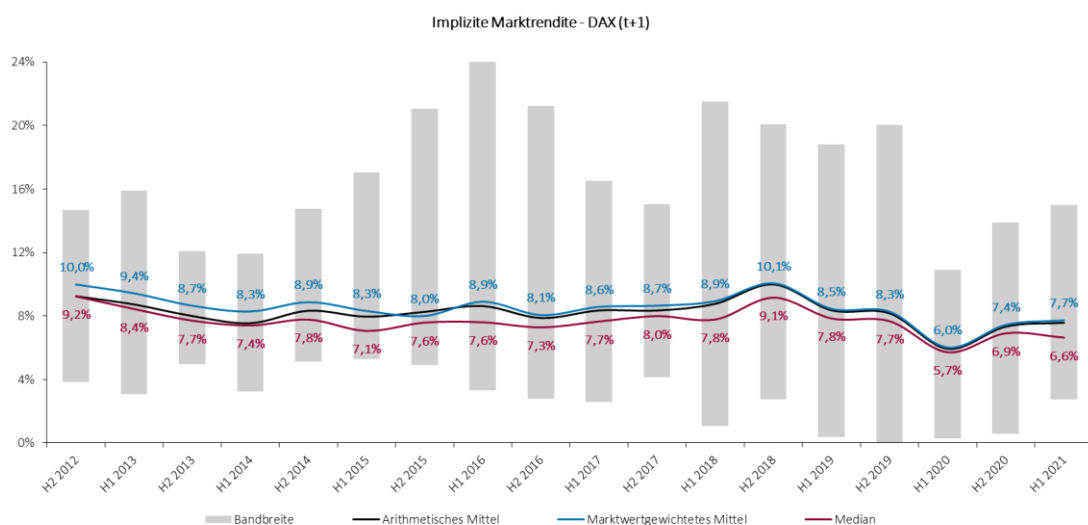
499. Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die (quasi) risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.
500. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum und der Art der Mittelwertbildung – langfristig in einer Bandbreite von 8,1% bis 10,8% vor persönlichen Steuern:¹³⁰



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

¹³⁰ Eigene Analyse von ValueTrust unter Berücksichtigung verschiedener Laufzeiten und des CDAX als Marktportfolio.

501. Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum sind und historische Zeitreihen durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie durch die aktuelle Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Daher können zudem anhand der Schätzungen von Analysten historische implizite Markttrenditen abgeleitet werden. Diese basieren auf der Marktkapitalisierung der Unternehmen und den Ergebnisprognosen der Analysten, wobei hier unterschiedliche Prognosen für die Perioden verwendet werden können. Dabei bezieht sich die Prognose t+1 auf das jeweils aktuelle Geschäftsjahr (Einperiodenmodell) und die Prognose t+2 auf das darauffolgende Geschäftsjahr.
502. Auf Basis der Prognosen t+1 liegt die implizite Markttrendite im Zeitraum 2013 bis zum Bewertungsstichtag für den DAX¹³¹ im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,0% bis 10,1% vor persönlichen Steuern und beträgt im Juni 2021 7,7%:

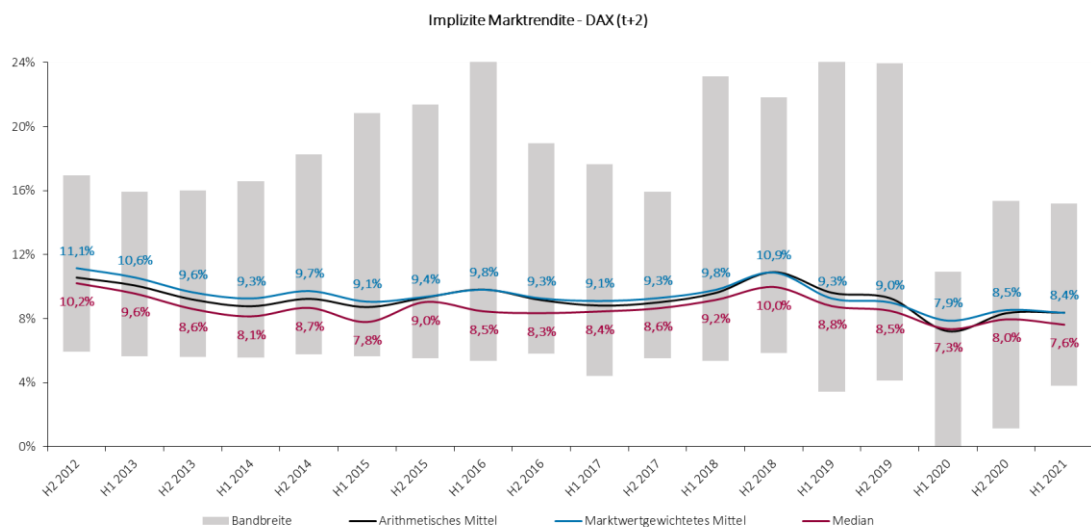


Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

503. Aufgrund der Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 und im ersten Halbjahr 2021 bewegt sich die implizite Markttrendite auf Basis der geringen Gewinnerwartungen der Analysten für die jeweils nächste Periode t+1 noch immer auf einem relativ niedrigen Niveau.
504. Sind die Gewinn- oder Dividendenprognosen für das laufende Jahr durch kurzfristige Sondereffekte, wie z.B. die Auswirkungen einer Wirtschafts- oder Finanzkrise beeinflusst, und somit nicht repräsentativ für ein nachhaltiges Niveau, kommt es zu einer systematischen Unterschätzung der mittels einem Einperiodenmodell berechneten impliziten Markttrenditen.

¹³¹ Eigene Analyse von ValueTrust. Hinweis: Da für die Unternehmen des CDAX keine ausreichenden Analystenprognosen vorlagen, wurde hier auf den DAX abgestellt.

505. Dies zeigt sich auch zum Zeitpunkt der Erstellung dieser gutachtlichen Stellungnahme im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie, da für das nachfolgende Jahr t+2 wieder steigende Gewinne durch die Analysten erwartet werden. Daher ist davon auszugehen, dass auf Basis der Schätzungen für die Periode t+1 die Marktrisikoprämie unterschätzt wird. Die gemessene Renditeerwartung liegt unter der tatsächlich längerfristig vom Markt geforderten Rendite und kann somit nicht als Schätzer für die implizite Marktrendite herangezogen werden.¹³²
506. Entsprechend liegt die implizite Rendite auf Basis der Analystenschätzungen für den Zeitpunkt t+2 bei 8,4% und damit deutlich über dem verzerrten Wert eines Einperiodenmodells:¹³³



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

507. Die Einbeziehung der Unternehmen des MDAX in das Modell der impliziten Marktrendite bestätigen die für den DAX vorgenommenen Analysen. Die impliziten Renditen auf Basis der Analystenschätzungen für den DAX und MDAX liegen bei 7,0% für den Zeitpunkt t+1 und sind ebenfalls durch die Covid-19-Pandemie verzerrt. Die implizite Rendite für den Zeitpunkt t+2 beträgt 7,7%. Aus diesen Analysen ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamtrendite fordern
508. Gemäß der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) vom 22. Oktober 2019, ist eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 6,0% bis 8,0% zu unterstellen.¹³⁴ Für die Nachsteuerbetrachtung hat der FAUB eine Bandbreite von 5,0% bis 6,5% empfohlen. Im Zuge der Covid-19-Pandemie hat der FAUB

¹³² Vgl. Aschauer/Purtscher/Witte, Renditeforderungen in Krisenzeiten – Eine empirische Untersuchung der letzten Krisenereignisse, RWZ 6/2020.

¹³³ Eigene Analyse von ValueTrust.

¹³⁴ Vgl. Sitzung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 22. Oktober 2019: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

in einem fachlichen Hinweis die empfohlenen Bandbreiten für die Marktrisikoprämie zuletzt im März 2020 bestätigt.¹³⁵

509. Nach Abzug des risikolosen Basiszinssatzes von 0,3% deuten die historischen Renditen mit einem mittleren Wert von 8,6% und die Bandbreite der impliziten Renditen auf Basis des DAX und MDAX von 7,0% und 8,4% derzeit auf eine Marktrisikoprämie zwischen 7,0% und 8,0% als oberes Ende der vom FAUB empfohlenen Bandbreite hin. Zudem ist es in der Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen verbreitet, den Mittelwert der empfohlenen IDW-Bandbreite zu verwenden.
510. In den nachfolgenden Wertableitungen wird daher eine Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern bzw. 5,75% nach persönlichen Steuern angewendet und als Sensitivitätsberechnung eine Marktrisikoprämie von 8,0% vor persönlichen Steuern bzw. 6,5% nach persönlichen Steuern auf Basis der Empfehlungen des FAUB herangezogen.

Betafaktor

511. Die VTG-Aktien werden seit dem Delisting-Erwerbsangebot der Warwick mit Ablauf des 8. April 2019 nicht mehr in einem regulierten Markt einer deutschen Wertpapierbörse gehandelt. Da die Notierung der VTG Aktie im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg nicht den gesetzlichen Anforderungen entspricht, kann kein gültiger Börsenkurs und damit kein gültiger Eigenbetafaktor ermittelt werden.¹³⁶ Zudem verfügt die VTG-Aktie im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg nach den Kriterien der Rechtsprechung über eine unzureichende Liquidität (vgl. Tz. 615 ff.).¹³⁷
512. In Verbindung mit den Kurseinflüssen aufgrund des Übernahmeangebots im Jahr 2018 und dem Delisting-Angebot im Jahr 2019 konnte kein statistisch valider Eigenbetafaktor zum Bewertungsstichtag bestimmt werden.
513. Als in der Bewertungspraxis anerkannte Methodik bietet sich daher der Rückgriff auf einen Betafaktor an, der sich aus einer Gruppe aus der Peer Group zusammensetzt. Dieser Peer Group-Betafaktor weist – gewährleistet durch eine Scoring-Analyse – ein zum Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko auf und kann demnach alternativ zur Bestimmung der Kapitalkosten für das Bewertungsobjekt herangezogen werden.¹³⁸

¹³⁵ Vgl. Corona-Virus: Fachlicher Hinweis zu den Auswirkungen auf Unternehmensbewertungen vom 26. März 2020: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/corona-virus--fachlicher-hinweis-zu-den-auswirkungen-auf-unternehmensbewertungen/122886>.

¹³⁶ Vgl. § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung.

¹³⁷ Vgl. OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 20.11.2019, Az. 21 W 77/14; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10.03.2014, Az. I-26 W 16/13 (AktE).

¹³⁸ Vgl. Kapitel 2.4.2

514. Eine Analyse der identifizierten Peer Group-Unternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

Ableitung des Betafaktors zum Stichtag 5.07.2021

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre
		2021 - 2016	2021 - 2019	2021 - 2016	2021 - 2019	2021 - 2016	2021 - 2019
		monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich
GATX Corporation	S&P 500	0,98	0,99	2,2x	2,3x	0,40	0,40
Trinity Industries, Inc.	S&P 500	n.a.	1,02	n.a.	1,7x	n.a.	0,50
Globaltrans Investment Plc	RTS Total Return Index	0,77	0,54	0,3x	0,3x	0,60	0,41
Pkp Cargo S.A.	WSE WIG (Total Return) Index	1,55	1,50	1,7x	2,7x	0,65	0,48
Touax SCA	Paris CAC 40 Total Return	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aves One AG	CDAX Index (Total Return)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Min		0,77	0,54	0,3x	0,3x	0,40	0,40
Median		0,98	1,00	1,7x	2,0x	0,60	0,45
Mittelwert		1,10	1,01	1,4x	1,8x	0,55	0,45
Max		1,55	1,50	2,2x	2,7x	0,65	0,50

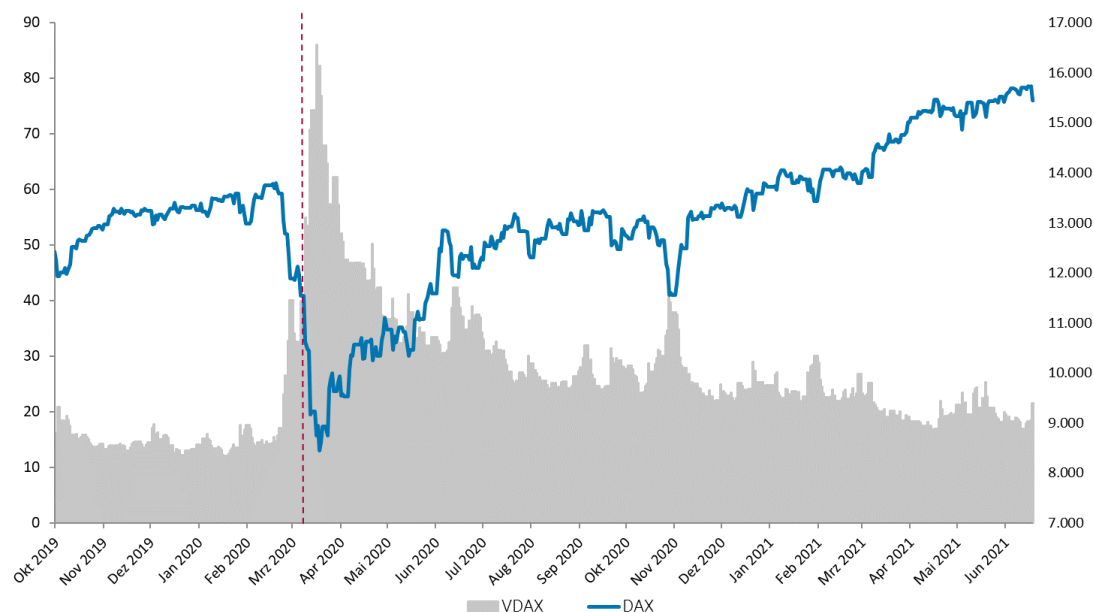
Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ, sowie von der Moscow Exchange MICEX-RTS¹³⁹ und aus Geschäftsberichten 2020 der einzelnen Peer-Group-Unternehmen

515. Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur der Peer Group-Unternehmen (i.S. Verschuldungsgrad) sowie unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren ermittelt (sog. unlevern). Die Ermittlung der Debt Betas basiert auf den systematischen Credit Spreads, welche auf Grundlage der Fremdkapitalratings des jeweiligen Unternehmens abgeleitet wurden.
516. Im Ergebnis der Analyse des Betafaktors ohne Bereinigung der Covid-19 Sondereffekte kann zum Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des fünfjährigen und zweijährigen Betrachtungszeitraums ein Betafaktor von 0,50 abgeleitet werden.
517. Der Betafaktor wird jeweils auf Basis wöchentlicher Renditen über einen Zeitraum von zwei Jahren und auf Basis monatlicher Renditen über fünf Jahre unadjustiert berechnet. Aufgrund der Covid-19-Pandemie ergeben sich zum Bewertungsstichtag Verzerrungen in den beobachtbaren Unternehmens- und Marktrenditen, welche sich insbesondere durch sehr hohe Renditesprünge äußern. Der fünfjährige Betrachtungszeitraum wurde daher explizit in die Ableitung des Betafaktors einbezogen, da dieser im Vergleich zum zweijährigen Betrachtungszeitraum weniger stark von den Sondereffekten durch die Covid-19-Pandemie verzerrt ist.
518. In diesem Zusammenhang muss beurteilt werden, inwiefern zum Bewertungsstichtag erhobene Betafaktoren mit den beschriebenen Verzerrungen geeignet sind, das zukünftige syste-

¹³⁹ See, <https://www.moex.com/en/index/totalreturn/RTSTR/archive>

statistische Risiko der VTG zu schätzen. Die Verzerrungen in den historischen Daten treten insbesondere durch die ab dem 24. Februar 2020 eingetretenen Kursverfälle und einer anschließend außergewöhnlich hohen Volatilität an den Börsen auf.

Entwicklung des Volatilitätsindex (VDAX) und des DAX vor und während COVID-19



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

519. Beispielhaft dargestellt ist die Entwicklung an den deutschen Aktienmärkten anhand der Entwicklung des Volatilitätsindex („VDAX“) und dem deutschen Aktienmarktindex („DAX“). Zu erkennen ist, dass der VDAX zwischenzeitlich auf das bis zu fünffache des Vor-Pandemie-Niveaus anstieg. Gleichzeitig brach der DAX seit dem 21. Februar zwischenzeitlich um fast 40% ein.
520. Ein in der Bewertungspraxis anerkanntes Vorgehen, um diesen Verzerrungen zu begegnen, ist die Bereinigung des betreffenden Zeitraums. Daher wurde zusätzlich zur Analyse der Peer Group-Betafaktoren zum Bewertungsstichtag ebenfalls eine Betafaktor-Erhebung zum Stichtag 21. Februar 2020 durchgeführt. Die auf dieser Basis ermittelten Betafaktoren sind frei von außerordentlichen Renditeschwankungen und bilden somit einen unverzerrten, belastbareren Schätzer für den Betafaktor ab.

Ableitung des Betafaktors zum Stichtag 21.02.2020

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre
		2020 - 2015	2020 - 2018	2020 - 2015	2020 - 2018	2020 - 2015	2020 - 2018
		monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich
GATX Corporation	S&P 500	1,49	1,11	2,0x	1,8x	0,57	0,46
Trinity Industries, Inc.	S&P 500	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Globaltrans Investment Plc	RTS Total Return Index	0,65	0,62	0,3x	0,2x	0,54	0,53
Pkp Cargo S.A.	WSE WIG (Total Return) Index	n.a.	1,30	n.a.	1,5x	n.a.	0,58
Touax SCA	Paris CAC 40 Total Return	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aves One AG	CDAX Index (Total Return)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Min		0,65	0,62	0,3x	0,2x	0,54	0,46
Median		1,07	1,11	1,1x	1,5x	0,55	0,53
Mittelwert		1,07	1,01	1,1x	1,2x	0,55	0,52
Max		1,49	1,30	2,0x	1,8x	0,57	0,58

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ, sowie von der Moscow Exchange MICEX-RTS¹⁴⁰ und aus Geschäftsberichten 2020 der einzelnen Peer-Group-Unternehmen

521. Die Analyse der Betafaktoren vor Covid-19-Einflüssen zeigt im Durchschnitt höhere Betafaktoren als unter Einbezug der Covid-19-Einflüsse. Auf dieser Basis erscheint ein Betafaktor von gerundet 0,55 sachgerecht.
522. In einer Gesamtbetrachtung der Peer Group-Betafaktoren mit und ohne Sondereffekten durch die Covid-19-Pandemie unter Berücksichtigung eines fünfjährigen und zweijährigen Betrachtungszeitraums und vor dem Hintergrund des Risikoprofils der zukünftigen finanziellen Überschüsse ergeben sich unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,50 bis 0,55. Zu Plausibilitätszwecken wurde das Beta durch Regressionen nicht nur mit den länderspezifischen Marktindizes, sondern auch mit dem globalen MSCI World-Index und auch mit breiten regionalen Indizes (Nasdaq Composite Index für GAXT Corporation und Trinity Industries, Inc. und Dow Jones STOXX600 für alle anderen Unternehmen der Peer Group) abgeleitet. Alle Methoden führen zu vergleichbaren Werten des Betafaktors. Für die nachfolgende Bewertung wird auf das untere Ende der Bandbreite abgestellt und ein Betafaktor von 0,50 angesetzt. Aufgrund des hohen Ambitionierungsgrads der verabschiedeten Planungsrechnung, der Berücksichtigung von noch nicht hinreichend konkretisierten Ambitionen und des langfristigen Ziel-ROCE von 6,5% erscheint ein niedrigerer Betafaktor nicht angemessen.
523. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 7,00% vor persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,50 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 3,50% vor persönlichen Steuern. Bei Verwendung der Marktrisikoprämie von 8,0% in der Sensitivitätsberechnung beträgt der Risikozuschlag 4,0%.
524. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern betragen somit:

$$0,30\% + 0,50 \times 7,00\% = 3,80\%, \text{ bzw.}$$

$$0,30\% + 0,50 \times 8,00\% = 4,30\% \text{ (Sensitivitätsberechnung)}$$

525. Im Folgenden werden die unverschuldeten Eigenkapitalkosten von VTG in der Nachsteuerbetrachtung dargestellt. Auf Basis der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 5,75% nach

¹⁴⁰ See, <https://www.moex.com/en/index/totalreturn/RTSTR/archive>

persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,50 ergibt sich ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 3,0% nach persönlichen Steuern. Bei Verwendung der Marktrisikoprämie von 6,5% in der Sensitivitätsberechnung beträgt der Risikozuschlag 3,3%.

526. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern betragen somit:

$$0,22\% + 0,50 \times 5,75\% = 3,10\%, \text{ bzw.}$$

$$0,22\% + 0,50 \times 6,50\% = 3,47\% \text{ (Sensitivitätsberechnung)}$$

5.1.3 Wachstumsabschlag

527. Die nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungs-
posten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher. Analog zur Herleitung und zum Ansatz der unter Kapitel 4.5 beschriebenen Wachstumsrate der nachhaltigen finanziellen Überschüsse wird in den Kapitalkosten ein Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente i.H.v. 1,0% bei einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach bzw. 7,0% vor persönlichen Steuern festgesetzt. Zur Darstellung der Sensitivität des Unternehmenswerts in Bezug auf die Marktrisikoprämie von 6,5% nach Steuern bzw. 8,0% vor Steuern, wird es als sachgerecht erachtet, den Wachstumsabschlag auf 1,5% anzuheben, um Wechselwirkungen konsistent abzubilden (vgl. Tz. 487).

6. UNTERNEHMENSWERT VON VTG

528. Auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Plan-Bilanzen werden im Folgenden die Cashflows-to-Equity vor persönlichen Steuern abgeleitet und der Wert des Eigenkapitals von VTG unter Berücksichtigung von Minderheiten und Sonderwerten zunächst anhand der DCF-Methode vor persönlichen Steuern nach IDW S 1 sowie den DVFA-Empfehlungen ermittelt. Aufgrund der bei der Abfindungsermittlung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen üblichen Anwendung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 wird der Wert des Eigenkapitals auch nach persönlichen Steuern unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung ermittelt. Dabei werden jeweils Wertbandbreiten unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,0% als Mittelwert der FAUB-Empfehlungen und in der Sensitivitätsberechnung von 8,0% als oberes Ende der FAUB-Empfehlungen dargestellt. Nach persönlichen Steuern entspricht dies einer Marktrisikoprämie von 5,75% bzw. 6,5% in der Sensitivitätsberechnung.
529. Zudem werden die so ermittelten Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals den Ergebnissen der weiteren Bewertungsmethoden (Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren, Börsenkurs und Vorerwerbspreisen) im Sinne der Methodenpluralität gemäß den DVFA-Empfehlungen gegenüber gestellt.

6.1 Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie nach DVFA-Empfehlungen

530. Der IDW S 1 und die DVFA-Empfehlungen unterscheiden sich insbesondere voneinander durch das Konzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des Unternehmenswerts. Der markttypische Unternehmenserwerber bewertet das Unternehmen auf Basis einer angenommenen, künftig geplanten Unternehmenspolitik. Diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungspolitik und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Diese Annahmen müssen mit Blick auf den markttypischen Unternehmenserwerber konsistent sein, wobei der Erwerber rein käuferindividuelle Synergien bzw. wertbestimmende Faktoren nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises (hier: Ausgleich und Barabfindung) berücksichtigen wird. Im Gegensatz dazu sind Synergien, die jeder markttypische Unternehmenserwerber realisieren kann, in der Bewertung zu berücksichtigen (sog. Market Participant-Synergien). Eine Berücksichtigung unechter Synergien bzw. von Market Participant-Synergien nach DVFA ist im vorliegenden Fall nicht erforderlich. Demnach führen die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie der Verkehrswert nach den DVFA-Empfehlungen zu demselben Ergebnis.

6.1.1 DCF-Wert

531. Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity von VTG auf Basis der Planungsrechnung abgeleitet. Bei einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% ergeben sich die folgenden die Cashflows-to-Equity:

Ableitung der Cashflows-to-Equity in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
EBIT	165,3	198,2	254,0	281,2	304,9	328,1
-/+ Finanzergebnis	-73,4	-75,6	-79,6	-89,4	-87,3	-96,5
- Ertragsteuern	-20,6	-28,2	-40,8	-45,5	-52,7	-57,6
Jahresergebnis	71,2	94,4	133,6	146,2	164,9	174,0
+ Abschreibungen	297,6	305,9	319,6	328,9	338,1	358,3
-/+ Investitionen/Desinvestitionen in das Anlagevermögen	-356,6	-542,8	-654,4	-524,2	-571,1	-410,9
-/+ Veränderungen des Nettoumlaufvermögens	44,0	7,0	6,2	-5,1	-4,9	0,8
-/+ Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten	-56,2	175,3	227,8	155,3	187,9	43,3
Cashflow-to-Equity	0,0	39,6	32,8	101,1	114,8	165,4

532. Bei einer Marktrisikoprämie von 8,0% vor persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,5% in der Sensitivitätsberechnung ergeben sich die folgenden Cashflows-to-Equity:

Ableitung der Cashflows-to-Equity in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
EBIT	165,3	198,2	254,0	281,2	304,9	348,5
-/+ Finanzergebnis	-73,4	-75,6	-79,6	-89,4	-87,3	-95,0
- Ertragsteuern	-20,6	-28,2	-40,8	-45,5	-52,7	-63,0
Jahresergebnis	71,2	94,4	133,6	146,2	164,9	190,4
+ Abschreibungen	297,6	305,9	319,6	328,9	338,1	336,4
-/+ Investitionen/Desinvestitionen in das Anlagevermögen	-356,6	-542,8	-654,4	-524,2	-571,1	-410,6
-/+ Veränderungen des Nettoumlaufvermögens	44,0	7,0	6,2	-5,1	-4,9	0,9
-/+ Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten	-56,2	175,3	227,8	155,3	187,9	57,7
Cashflow-to-Equity	0,0	39,6	32,8	101,1	114,8	174,9

533. Ausgehend von den Cashflows-to-Equity wird der DCF-Wert auf Basis der verschuldeten Eigenkapitalkosten von gerundet 5,8% bis 6,1% bei einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern ermittelt.

534. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% ergibt sich zum 22. September 2021 ein DCF-Wert i.H.v EUR 2.834 Mio.

DCF-Wert vor pers. Steuern in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Cashflow-to-Equity	0,0	39,6	32,8	101,1	114,8	165,4
Basiszinssatz	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Marktrisikoprämie	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Verschuldeter Betafaktor	0,83	0,80	0,80	0,79	0,81	0,81
Verschuldete Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	6,14%	5,87%	5,89%	5,80%	5,98%	5,99%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	1,00%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	6,14%	5,87%	5,89%	5,80%	5,98%	4,99%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	15,0
Barwert der Cashflows-to-Equity	0,0	35,3	27,5	80,3	86,1	2.484,3
DCF-Wert zum 31. Dezember 2020	2.713,5					
Aufzinsungsfaktor	<u>1,04</u>					
DCF-Wert zum 22. September 2021	2.833,5					

535. Ausgehend von den Cashflows-to-Equity wird der DCF-Wert auf Basis der verschuldeten Eigenkapitalkosten von gerundet 7,1% bis 7,6% bei einer Marktrisikoprämie von 8,0% vor persönlichen Steuern in der Sensitivitätsberechnung ermittelt.

536. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 8,0% vor persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,5% in der Sensitivitätsberechnung ergibt sich zum 22. September 2021 ein DCF-Wert i.H.v EUR 2.542 Mio.

DCF-Wert vor pers. Steuern in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Cashflow-to-Equity	0,0	39,6	32,8	101,1	114,8	174,9
Basiszinssatz	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Marktrisikoprämie	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Verschuldeter Betafaktor	0,92	0,87	0,87	0,85	0,87	0,85
Verschuldete Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	7,63%	7,23%	7,22%	7,10%	7,28%	7,11%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	1,50%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	7,63%	7,23%	7,22%	7,10%	7,28%	5,61%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	12,5
Barwert der Cashflows-to-Equity	0,0	34,3	26,5	76,3	80,8	2.192,4
DCF-Wert zum 31. Dezember 2020	2.410,3					
Aufzinsungsfaktor	<u>1,05</u>					
DCF-Wert zum 22. September 2021	2.542,4					

6.1.2 Minderheiten

537. Das auf nicht beherrschende Gesellschafter (Minderheiten) entfallende Ergebnis wurde bei der Ableitung des DCF-Werts nicht berücksichtigt und wird daher als Sonderwert vom DCF-Wert abgezogen. Insgesamt sind u.a. bei der Retrack Slovakia s.r.o. und der Retrack Czech s.r.o. Minderheitenanteile zu berücksichtigen. Da VTG keine detaillierte Minderheitenplanung erstellt,

wurde vereinfachend der Buchwert der Minderheiten vom Wert des Eigenkapitals in Abzug gebracht.

6.1.3 Sonderwerte

538. Des Weiteren wurden im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen Sachverhalte identifiziert, die als Sonderwerte in der Bewertung von VTG zu berücksichtigen sind. Als Sonderwerte wurde der Verkauf des bereits in der Historie und Planungsrechnung entkonsolidierten Nordamerikageschäfts berücksichtigt. Zudem befindet sich die Gesellschaft in Verhandlungen zur Akquisition von zwei Gesellschaften – einer potentiellen Akquisition in Osteuropa und einer potentiellen Akquisition in Österreich – die ebenfalls als Sonderwert berücksichtigt werden. Zudem werden die nicht im Konzernabschluss enthaltenen Beteiligungen aufgenommen.
539. Die Berücksichtigung des Verkaufs des Nordamerikageschäfts basiert auf den VTG zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Stellungnahme bereits eingegangenen Kaufpreisindikationen. Auf Basis dieser Indikationen geht VTG davon aus, dass bis zum Bewertungsstichtag eine Veräußerung stattfinden wird, wenngleich eine konkrete Vereinbarung mit einem potenziellen Käufer noch nicht vorliegt. Dabei beziehen sich sämtliche Kaufpreisindikationen auf einen Asset Deal, der i.W. den Verkauf der Waggonflotte und dazugehörigem Anlagevermögen vorsieht. Anschließend plant VTG, die entsprechenden Gesellschaften zu liquidieren.
540. Insofern wurde zusätzlich zu den Kaufpreisindikationen für das Nordamerikageschäft auch die Liquidationsbilanz nach Veräußerung der Waggonflotte unter Berücksichtigung der Abwicklungskosten und der Beraterkosten in der Ableitung des Sonderwerts berücksichtigt.
541. Ein weiterer in der Bewertung zu berücksichtigender Sonderwert umfasst die potentielle Akquisition eines osteuropäischen Schienenlogistikanbieters. Bei dieser Transaktion befindet sich VTG in der Anfangsphase des Akquisitionsprozesses und hat eine Due Diligence begonnen. Aufgrund des frühen Stadiums des Akquisitionsprozesses liegen keine konkreten Vereinbarungen zum Kaufpreis und den Transaktionsdetails vor. Daher wurde zur Berücksichtigung des Projekts auf die Kaufpreisindikation von VTG abgestellt und die mit dem Target erwarteten Synergien als Wertsteigerung bei VTG berücksichtigt.
542. Auch für die potentielle Akquisition in Österreich liegen aufgrund des frühen Stadiums der Akquisition keine konkreten Vereinbarungen zu den Transaktionsdetails vor. Insofern wurde die Wertsteigerung für VTG auf Basis der Kaufpreisindikation von VTG und dem überschlägigen Unternehmenswert ermittelt.
543. Darüber hinaus sind in der Planungsrechnung die verbundenen 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. sowie die übrigen Gesellschaften AWILOG Transport GmbH und Steeltrack S.A. nicht enthalten. Diese Gesellschaften wurden daher vereinfachend anhand des impliziten Preis-/Buchwert-Multiplikators von VTG bewertet.

544. Des Weiteren wurde in den Gesprächen mit der Gesellschaft nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert. Dabei handelt es sich um ein stillgelegtes Reparaturwerk in Libercourt, Frankreich, das entsprechend des Buchwerts als Sonderwert in die Bewertung einfließt.

545. Insgesamt betragen die Sonderwerte zum Bewertungsstichtag gerundet EUR 102 Mio.

6.1.4 Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern

546. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 7,0%, eines nachhaltigen Wachstumsabschlags von 1,0% und unter Berücksichtigung des entsprechenden DCF-Werts i.H.v. rund EUR 2.834 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 0,3 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 102 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern zum 22. September 2021 insgesamt rund EUR 2.936 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rund 34,2 Mio. ausstehenden VTG-Aktien einem Wert von EUR 85,75 je Aktie.

547. Im Folgenden ist die Überleitung vom DCF-Wert zum Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern mit einer Marktrisikoprämie von 7,0% dargestellt:

Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

DCF-Wert zum 31. Dezember 2020	2.713,5
Aufzinsungsfaktor	1,04
DCF-Wert zum 22. September 2021	2.833,5
- Minderheiten	-0,3
+ Sonderwerte	102,4
Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern zum 22. September 2021	2.935,6
Aktienanzahl in Mio.	34,2
Wert je Aktie (in EUR)	85,75

548. Wird in der Sensitivitätsberechnung eine Marktrisikoprämie von 8,0% und ein nachhaltiger Wachstumsabschlag von 1,5% herangezogen, beträgt der Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern und unter Berücksichtigung des entsprechenden DCF-Werts i.H.v. rund EUR 2.542 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 0,3 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 102 Mio. zum 22. September 2021 insgesamt rund EUR 2.645 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rund 34,2 Mio. ausstehenden VTG-Aktien einem Wert von EUR 77,25 je Aktie.

549. Im Folgenden ist die Überleitung vom DCF-Wert zum Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern mit einer Marktrisikoprämie von 8,0% in der Sensitivitätsberechnung dargestellt:

Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

DCF-Wert zum 31. Dezember 2020	2.410,3
Aufzinsungsfaktor	1,05
DCF-Wert zum 22. September 2021	2.542,4
- Minderheiten	-0,3
+ Sonderwerte	102,4
Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern zum 22. September 2021	2.644,5
Aktienanzahl in Mio.	34,2
Wert je Aktie (in EUR)	77,25

6.2 Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern

6.2.1 Ertragswert

550. Vor dem Hintergrund des zugrundeliegenden Bewertungsanlasses, der Ermittlung einer angemessenen Abfindung nach § 327a AktG, besteht ein wesentlicher konzeptioneller Unterschied zwischen dem Cashflow-to-Equity-Ansatz (vor persönlichen Steuern) und der Ertragswertmethode nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) in der Berücksichtigung von persönlichen Steuern auf Ebene der Anteilseigner. Bei der Ermittlung eines objektivierten Werts gemäß IDW S 1 im Rahmen der Ausgleichs- und Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragsteuern sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).
551. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode nach IDW S 1 sind darüber hinaus zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu unterscheiden, da Dividenden und Kursgewinne, abgebildet durch fiktive Thesaurierungen, auf Ebene der Anteilseigner mit unterschiedlichen Steuersätzen besteuert werden. Nachhaltig wird von einer Ausschüttungsquote i.H.v. 45% ausgegangen, welche der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Peer Group entspricht.
552. Das steuerliche Einlagekonto der VTG AG i.H.v. EUR 613,7 Mio. zum 31. Dezember 2020 ist zur Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen insofern relevant, als dass der Anteil der Dividenden, die als steuerliche Einlagenrückgewähr zu klassifizieren sind, zunächst nicht der Dividendenbesteuerung unterliegen. Steuerlich werden Dividenden, die den ausschüttbaren Gewinn¹⁴¹ übersteigen, als Einlagenrückgewähr behandelt und zunächst nicht mit Abgeltungssteuer belastet. Die steuerliche Einlagenrückgewähr führt jedoch gleichzeitig zu einer Reduzierung der steuerlichen Anschaffungskosten, sodass bei der Veräußerung der Anteile durch Aktionäre ein Veräußerungsgewinn realisiert wird, der wiederum der Abgeltungssteuer unterliegt. Somit ergibt sich aus dem steuerlichen Einlagekonto lediglich ein Steuerstundungseffekt und

¹⁴¹ Der ausschüttbare Gewinn ist definiert als: steuerliches Eigenkapital abzgl. gezeichnetes Kapital und steuerliches Einlagekonto (minimal 0).

keine Steuerersparnis. Analog zu den Annahmen bei der fiktiven Thesaurierung wurde dieser Steuerstundungseffekt durch die hälftige effektive Steuerquote i.H.v. 13,2% berücksichtigt.

553. In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszinssatz und die Marktrisiko­prämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln. Der risikolose Basiszins beträgt nach persönlichen Steuern 0,22%.
554. Für Bewertungszwecke wird von einer Marktrisiko­prämie nach persönlichen Steuern i.H.v. von 5,75% bzw. in der Sensitivitätsberechnung von 6,50% ausgegangen. Bei Berücksichtigung der unmittelbaren Typisierung erfolgt ein Abzug der effektiven persönlichen Steuern auf die wachstumsbedingte Thesaurierung, sodass der Wachstumsabschlag vor persönlichen Steuern i.H.v. 1,0% in der Nachsteuerbetrachtung 0,87% beträgt und in der Sensitivität der Wachstumsabschlag von 1,5% vor pers. Steuern in der Nachsteuerbetrachtung 1,30% beträgt.
555. Hieraus ergibt sich folgender Kapitalisierungszinssatz bei Verwendung einer Marktrisiko­prämie von 5,75% und eines Wachstumsabschlags von 0,87%:

Ableitung der Kapitalkosten nach pers. Steuern	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
<i>persönliche Steuern (26,4%)</i>	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
Marktrisiko­prämie (nach pers. 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 pers. Steuern) vor Wachstumsabschlag	4,95%	4,75%	4,78%	4,72%	4,88%	4,90%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Kapitalisierungszinssatz (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	4,95%	4,75%	4,78%	4,72%	4,88%	4,03%

556. Für die Berechnung mit einer Marktrisikoprämie von 6,50% und einem Wachstumsabschlag von 1,30% ergibt sich in der Sensitivitätsberechnung folgender Kapitalisierungszinssatz:

Ableitung der Kapitalkosten nach pers. Steuern	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
<i>persönliche Steuern (26,4%)</i>	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Verschuldeter Betafaktor	0,88	0,84	0,84	0,83	0,86	0,84
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	5,94%	5,68%	5,70%	5,63%	5,79%	5,69%
vor Wachstumsabschlag						
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	1,30%
Kapitalisierungszinssatz (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	5,94%	5,68%	5,70%	5,63%	5,79%	4,39%

557. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern liegen bei einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern in einer Bandbreite von gerundet 4,7% bis 5,0% sowie bei einer Marktrisikoprämie von 6,50% nach persönlichen Steuern in der Sensitivitätsberechnung in einer Bandbreite von gerundet 5,6% bis 5,9%.

558. Die Ableitung der finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern bei einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. von 5,75% und einem Wachstumsabschlag von 0,87% ergibt sich wie folgt:

Ableitung der finanziellen Überschüsse in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Jahresergebnis	71,2	94,4	133,6	146,2	164,9	175,3
Dividende vor pers. Steuern	0,0	39,6	32,8	65,8	74,2	78,9
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>0,0%</i>	<i>42,0%</i>	<i>24,5%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>
davon Einlagenrückgewähr	0,0	13,7	-	-	-	-
Pers. Steuern auf Einlagenrückgewähr	0,0	1,8	-	-	-	-
davon regulär zu besteuernende Dividende	-	26,0	32,8	65,8	74,2	78,9
Pers. Steuern auf regulär zu besteuernende Dividende	-	6,8	8,6	17,4	19,6	20,8
Dividende nach pers. Steuern	0,0	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 pers. Steuern	-	-	-	35,3	40,6	87,6
Pers. Steuern auf fiktive Thesaurierung	-	-	-	4,7	5,4	11,5
Fiktive Hinzurechnungen nach pers. Steuern	-	-	-	30,7	35,3	76,0
Finanzieller Überschuss nach pers. Steuern	0,0	31,0	24,1	79,1	89,9	134,1

559. Die Ableitung der finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern bei einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. von 6,50% und einem Wachstumsabschlag von 1,30% in der Sensitivitätsberechnung ergibt sich wie folgt:

Ableitung der finanziellen Überschüsse in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Jahresergebnis	71,2	94,4	133,6	146,2	164,9	193,2
Dividende vor pers. Steuern	0,0	39,6	32,8	65,8	74,2	86,9
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>0,0%</i>	<i>42,0%</i>	<i>24,5%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>
davon Einlagenrückgewähr	0,0	13,7	-	-	-	-
Pers. Steuern auf Einlagenrückgewähr	0,0	1,8	-	-	-	-
davon regulär zu besteuern Dividende	-	26,0	32,8	65,8	74,2	86,9
Pers. Steuern auf regulär zu besteuern Dividende	-	6,8	8,6	17,4	19,6	22,9
Dividende nach pers. Steuern	0,0	31,0	24,1	48,4	54,6	64,0
Gewinnthesaurierung	71,2	54,8	100,8	45,1	50,1	15,7
Fiktive Hinzurechnung vor pers. Steuern	-	-	-	35,3	40,6	90,6
Pers. Steuern auf fiktive Thesaurierung	-	-	-	4,7	5,4	11,9
Fiktive Hinzurechnungen nach pers. Steuern	-	-	-	30,7	35,3	78,7
Finanzieller Überschuss nach pers. Steuern	0,0	31,0	24,1	79,1	89,9	142,7

560. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,87% nach persönlichen Steuern ergibt sich zum 22. September 2021 ein Ertragswert i.H.v EUR 2.914 Mio.:

Ertragswert nach pers. Steuern in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	0,0	31,0	24,1	79,1	89,9	134,1
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)						
vor Wachstumsabschlag	4,95%	4,75%	4,78%	4,72%	4,88%	4,90%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)						
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 pers. Steuern	0,0	28,2	20,9	65,6	71,1	2.628,0
Ertragswert zum 31. Dezember 2020	2.813,8					
Aufzinsungsfaktor	<u>1,04</u>					
Ertragswert zum 22. September 2021	2.914,2					

561. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,50% nach persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,30% nach persönlichen Steuern in der Sensitivitätsberechnung ergibt sich zum 22. September 2021 ein Ertragswert i.H.v. EUR 2.748 Mio.:

Ertragswert nach pers. Steuern in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	0,0	31,0	24,1	79,1	89,9	142,7
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) vor Wachstumsabschlag	5,94%	5,68%	5,70%	5,63%	5,79%	5,69%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	1,30%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	5,94%	5,68%	5,70%	5,63%	5,79%	4,39%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	17,2
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	0,0	27,7	20,4	63,3	68,0	2.456,0
Ertragswert zum 31. Dezember 2020	2.635,3					
Aufzinsungsfaktor	1,04					
Ertragswert zum 22. September 2021	2.748,1					

6.2.2 Minderheiten

562. Das auf nicht beherrschende Gesellschafter (Minderheiten) entfallende Ergebnis wurde bei der Ableitung des Ertragswerts nicht berücksichtigt und wird daher als Sonderwert vom Ertragswert abgezogen. Da VTG keine detaillierte Minderheitenplanung erstellt, wurde vereinfachend der Buchwert der Minderheiten vom Ertragswert in Abzug gebracht.

6.2.3 Sonderwerte

563. Das Vorgehen zur Ermittlung der Sonderwerte nach persönlichen Steuern ist analog zu dem in Kapitel 6.1.3 beschriebenen Vorgehen. Insgesamt betragen die Sonderwerte zum Bewertungsstichtag EUR 102 Mio.

6.2.4 Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern

564. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,75%, einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,87% und unter Berücksichtigung des entsprechenden Ertragswerts i.H.v. rund EUR 2.914 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 0,3 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 102 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern zum 22. September 2021 insgesamt rund EUR 3.016 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rund 34,2 Mio. ausstehenden VTG-Aktien einem Wert von EUR 88,11 je Aktie.

565. Im Folgenden ist die Überleitung vom Ertragswert zum Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern bei einer Marktrisikoprämie von 5,75% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,87% dargestellt:

Wert des Eigenkapitals nach pers. Steuern

Ertragswert zum 31. Dezember 2020	2.813,8
Aufzinsungsfaktor	1,04
Ertragswert zum 22. September 2021	2.914,2
- Minderheiten	-0,3
+ Sonderwerte	102,4
Wert des Eigenkapitals zum 22. September 2021	3.016,3
Anzahl Aktien	34,2
Wert je Aktie (in EUR)	88,11

566. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,50% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,30% beträgt der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern in der Sensitivitätsberechnung unter Berücksichtigung des Ertragswerts i.H.v. rund EUR 2.748 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 0,3 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 102 Mio. zum 22. September 2021 insgesamt rund EUR 2.850 Mio. Dies entspricht einem Wert je Aktie von EUR 83,26.

Wert des Eigenkapitals nach pers. Steuern

Ertragswert zum 31. Dezember 2020	2.635,3
Aufzinsungsfaktor	1,04
Ertragswert zum 22. September 2021	2.748,1
- Minderheiten	-0,3
+ Sonderwerte	102,4
Wert des Eigenkapitals zum 22. September 2021	2.850,2
Anzahl Aktien	34,2
Wert je Aktie (in EUR)	83,26

6.3 Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

567. Neben der Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der DCF- und Ertragswertmethode werden zu Plausibilisierungszwecken Wertbandbreiten auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsen-Multiplikatoren) sowie aus vergleichbaren Transaktionen (Transaktions-Multiplikatoren) abgeleitet wird.

6.3.1 Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren

568. Zur Bewertung von VTG kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Kapitalmarkt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group-Auswahl identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren der Geschäftsjahre 2020 (LTM) und 2021.

569. Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswerts. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten. Die DVFA-Empfehlungen hingegen wenden die Multiplikator-Bewertung grundsätzlich als gleichrangige Methode neben anderen Methoden der Unternehmensbewertung an.

570. Für die Ableitung von Multiplikatoren für VTG wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group Unternehmen verglichen. Um angemessene Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren aus der Peer Group abzuleiten, wird zusätzlich auf die maßgeblich wertbeeinflussenden Faktoren Wachstum und Profitabilität abgestellt.

571. Die Kapitalmarktdaten, die der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode zugrunde liegen, wurden zum Stichtag 2. Juli 2021 berücksichtigt.

Umsatz-Multiplikatoren

572. Für den Umsatz-Multiplikator haben EBITDA-Margen und Wachstumserwartungen einen hohen Erklärungsgehalt. Zur Auswahl der für VTG relevanten Multiplikatoren wurde auf das Wachstums-/Margenprofil der Peer Group Unternehmen abgestellt:¹⁴²

Umsatz-Multiplikatoren

	Umsatzwachstum p.a.			EBITDA-Marge			Umsatz-Multiplikator	
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	LTM	2021
GATX Corporation	1,6%	6,8%	9,4%	61,5%	62,0%	70,0%	8,15x	8,07x
Touax SCA	-7,9%	0,2%	n.a.	30,0%	31,5%	n.a.	2,31x	2,51x
Trinity Industries, Inc.	-7,9%	33,8%	13,9%	30,9%	28,5%	29,8%	4,78x	4,63x
Globaltrans Investment Plc	-25,0%	4,7%	8,2%	41,6%	44,4%	44,0%	1,92x	2,56x
Pkp Cargo S.A.	7,3%	3,6%	3,3%	15,4%	18,8%	18,7%	1,03x	0,95x
Aves One AG	-15,3%	10,5%	5,5%	70,3%	70,6%	73,9%	8,91x	10,52x
VTG AG	3,4%	4,1%	8,8%	40,1%	39,1%	40,9%	-	-
Durchschnitt	-7,9%	9,9%	8,1%	41,6%	42,6%	47,3%	4,52x	4,87x
Median	-7,9%	5,8%	8,2%	36,2%	37,9%	44,0%	3,55x	3,60x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

573. Zur Analyse des Zusammenhangs zwischen EBITDA-Margen und Umsatz-Multiplikatoren wurde eine lineare Regression durchgeführt. Die Regressionen für die Umsatz-Multiplikatoren der Jahre 2020 (LTM) und 2021 basieren jeweils auf den von Analysten erwarteten durchschnittlichen EBITDA-Margen der Peer Group-Unternehmen für die Jahre 2021 bis 2023.
574. Die Regressionsanalyse zeigt, dass für die Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen den erwarteten EBITDA-Margen und den Umsatz-Multiplikatoren besteht. Anhand der durchschnittlichen EBITDA-Marge von VTG im Zeitraum 2021 bis 2023 i.H.v. 40,1%¹⁴³, ergibt sich aus den Regressionsanalysen ein Umsatz-Multiplikator für das Jahr 2020 (LTM) von 4,1x und für das Jahr 2021 ein Umsatz-Multiplikator von 4,4x. Zudem wurde der jeweils durchschnittliche Multiplikator der Peer Group i.H.v. 4,5x (LTM) und 4,9x (2021) verwendet, die eine vergleichbare durchschnittliche EBITDA-Marge aufweist.

¹⁴² EBITDA-Margen beziehen sich auf die Umsatzerlöse, im Gegensatz zu den EBITDA-Margen in Kapitel 2.4, die auf die Gesamtleistung berechnet werden.

¹⁴³ Für die Berechnung der durchschnittlichen EBITDA-Marge der VTG wurde das EBITDA der Jahre 2021 und 2023 aus der Planungsrechnung übernommen. Das EBITDA des Jahres 2021 wurde anhand der absoluten EBITDA-Werte der Jahre 2020 und 2022 intrapoliert, um einen normalisierten Verlauf der EBITDA-Marge zu berücksichtigen.

EBITDA-Multiplikatoren

575. Für EBITDA-Multiplikatoren ist ebenfalls das Margen- und Wachstumsprofil der wesentliche Treiber. Entsprechend wurde bei der Auswahl der geeigneten EBITDA-Multiplikatoren – analog zu den Umsatz-Multiplikatoren – insbesondere auf das zukünftige Margenprofil abgestellt.¹⁴⁴

EBITDA-Multiplikatoren

	EBITDA-Wachstum p.a.			EBITDA-Marge			EBITDA-Multiplikator	
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	LTM	2021
GATX Corporation	20,3%	7,8%	23,4%	61,5%	62,0%	70,0%	15,48x	13,12x
Touax SCA	-4,1%	5,3%	n.a.	30,0%	31,5%	n.a.	8,04x	8,38x
Trinity Industries, Inc.	7,9%	23,6%	18,9%	30,9%	28,5%	29,8%	16,82x	14,98x
Globaltrans Investment Plc	-19,3%	11,8%	7,3%	41,6%	44,4%	44,0%	4,98x	6,16x
Pkp Cargo S.A.	21,4%	25,8%	2,8%	15,4%	18,8%	18,7%	7,25x	6,17x
Aves One AG	-15,2%	11,0%	10,4%	70,3%	70,6%	73,9%	12,69x	14,98x
VTG AG	-5,2%	8,9%	13,8%	40,1%	39,1%	40,9%	-	-
Durchschnitt	1,8%	14,2%	12,5%	41,6%	42,6%	47,3%	10,88x	10,63x
Median	1,9%	11,4%	10,4%	36,2%	37,9%	44,0%	10,37x	10,75x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

576. Analog zum Vorgehen bei den Umsatz-Multiplikatoren wurde bei den EBITDA-Multiplikatoren auf Regressionen gegen die zukünftig erwartete EBITDA-Marge abgestellt.
577. Die Analyse zeigt, dass für die Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen den erwarteten EBITDA-Margen und den EBITDA-Multiplikatoren besteht. VTG plant im Zeitraum von 2021 bis 2023 mit einer durchschnittlichen EBITDA-Marge von ca. 40,1%¹⁴⁵, sodass sich aus der Regressionsanalyse ein EBITDA-Multiplikator für das Jahr 2020 (LTM) von 10,6x und für das Jahr 2021 ein EBITDA-Multiplikator von 10,3x ergibt.
578. Im Rahmen der Analyse der EBITDA-Multiplikatoren wurde einerseits auf den Durchschnitt der Peer Group i.H.v. 10,9x (LTM) und 10,6x (2021) und andererseits auf die regressionsbasierten Multiplikatoren jeweils für die Jahre 2020 (LTM) und 2021 abgestellt.

Wert des Eigenkapitals anhand von Börsen-Multiplikatoren

579. Für die abschließende Bestimmung der aus den Börsen-Multiplikatoren resultierenden Wertbandbreite wurde im Folgenden jeweils auf eine Bandbreite zwischen den aus der Regression

¹⁴⁴ EBITDA-Margen beziehen sich auf die Umsatzerlöse, im Gegensatz zu den EBITDA-Margen in Kapitel 2.4, die auf die Gesamtleistung berechnet werden.

¹⁴⁵ Für die Berechnung der durchschnittlichen EBITDA-Marge der VTG wurde das EBITDA der Jahre 2021 und 2023 aus der Planungsrechnung übernommen. Das EBITDA des Jahres 2021 wurde anhand der absoluten EBITDA-Werte der Jahre 2020 und 2022 intrapoliert, um einen normalisierten Verlauf der EBITDA-Marge zu berücksichtigen.

abgeleiteten Multiplikatoren und dem Durchschnitt der Peer Group abgestellt. Dieses Vorgehen berücksichtigt sowohl das spezifische Margenprofil von VTG als auch das mittlere Niveau der Peer Group-Unternehmen.

580. Auf Basis der gewählten Multiplikatoren resultieren die in folgender Darstellung ausgewiesenen Wertbandbreiten des Unternehmensgesamtwerts. Die dargestellte Bandbreite des Unternehmensgesamtwerts wird in einem nächsten Schritt aus dem Durchschnitt dieser multiplikatorspezifischen Bandbreitenwerte gebildet:¹⁴⁶

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)

in EUR Mio.	Ausgewählte Multiplikatoren		VTG	Unternehmenswert	
Multiplikatoren	Min	Max	Bezugsgröße	Min	Max
Umsatz-Multiplikator LTM	4,12x	4,52x	1.195,8	4.927,5	5.404,4
Umsatz-Multiplikator 2021	4,42x	4,87x	1.237,0	5.463,9	6.029,6
EBITDA-Multiplikator LTM	10,63x	10,88x	488,4	5.191,2	5.312,9
EBITDA-Multiplikator 2021	10,30x	10,63x	496,2	5.113,4	5.276,4
Unternehmensgesamtwert (Ø)				5.174,0	5.505,8

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

581. Bei der Überleitung vom Unternehmensgesamtwert zum Wert des Eigenkapitals werden die verzinslichen Verbindlichkeiten berücksichtigt. In Summe sind demnach verzinsliche Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 3.337 Mio. zum 31. Dezember 2020 vom auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelten Unternehmensgesamtwert in Abzug zu bringen. Des Weiteren wurde auch der Wert der Minderheiten in Abzug gebracht. Zusätzlich sind bei der Multiplikator-Bewertung zum Bewertungsstichtag die Sonderwerte, die nicht in der Planungsrechnung und somit nicht in der Referenzgröße enthalten sind, zu berücksichtigen. Analog zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals anhand der DCF- oder Ertragswertmethode werden Sonderwerte i.H.v. EUR 102 Mio. berücksichtigt. Zusätzlich wird der Wertbeitrag der steuerlichen Verlustvorträge i.H.v. EUR 17 Mio. als Sonderwert erfasst.
582. Auf Basis der Bezugsgrößen Umsatz und EBITDA jeweils der Jahre 2020 (LTM) und 2021 liegt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach Kürzung des Unternehmensgesamtwerts um

¹⁴⁶ Für die Berechnung der durchschnittlichen EBITDA-Marge der VTG wurde das EBITDA der Jahre 2021 und 2023 aus der Planungsrechnung übernommen. Das EBITDA des Jahres 2021 wurde anhand der absoluten EBITDA-Werte der Jahre 2020 und 2022 intrapoliert, um einen normalisierten Verlauf der EBITDA-Marge zu berücksichtigen.

verzinsliche Verbindlichkeiten, Minderheiten sowie der Hinzurechnung der Sonderwerte zwischen EUR 1.956 Mio. und EUR 2.288 Mio.:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)

in EUR Mio.	Ausgewählte Multiplikatoren		VTG Bezugsgröße	Unternehmenswert	
	Min	Max		Min	Max
Multiplikatoren					
Umsatz-Multiplikator LTM	4,12x	4,52x	1.195,8	4.927,5	5.404,4
Umsatz-Multiplikator 2021	4,42x	4,87x	1.237,0	5.463,9	6.029,6
EBITDA-Multiplikator LTM	10,63x	10,88x	488,4	5.191,2	5.312,9
EBITDA-Multiplikator 2021	10,30x	10,63x	496,2	5.113,4	5.276,4
Unternehmensgesamtwert (Ø)				5.174,0	5.505,8
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-3.336,8	-3.336,8
- Minderheiten				-0,3	-0,3
+ / (-) Sonderwerte				102,4	102,4
+ Wertbeitrag der steuerlichen Verlustvorträge				16,6	16,6
Wert des Eigenkapitals				1.955,8	2.287,6

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

583. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien (zum Beispiel Übernahmeprämien) und Abschläge (zum Beispiel Liquiditätsabschlag) auf die mit Börsen-Multiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt. Aus empirischen Beobachtungen lässt sich ableiten, dass dabei die Prämien in der Regel höher ausfallen als etwaige Abschläge. Ein Liquiditätsabschlag wurde nicht angesetzt.
584. Weiterhin wurde eine Übernahmeprämie in Betracht gezogen. Konzeptionell liegt der Übernahmeprämie die Annahme zugrunde, dass Börsen-Multiplikatoren lediglich die Preise von Minderheitenanteilen widerspiegeln und Kontrolle an einem Unternehmen einen Wert hat, da dadurch eine suboptimale Geschäftspolitik verändert und Synergien mit dem Erwerber gehoben werden können. Konzeptionell muss die Übernahmeprämie in den sog. finanziellen Kontrollwert und den sog. strategischen Kontrollwert untergliedert werden¹⁴⁷, wobei letzter Rationalisierungs- und Synergieeffekte abbildet. Dementsprechend müssen bei der Betrachtung von Börsen-Multiplikatoren die abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag adjustiert werden. Dies arbeitet die Studie von Grbenic/Zunk (2015) heraus und begründet, dass finanzielle Kontrollprämien auch abhängig vom verwendeten Multiplikator sind.

¹⁴⁷ Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Eichner, Übernahmeprämien bei M&A, 2017, S. 191.

585. Bei Anwendung von EBITDA-Multiplikatoren liegt die in der Studie ermittelte finanzielle Kontrollprämie in einer Bandbreite von rund 5,0% bis 10,0%. Auf dieser Basis wurde von einer finanziellen Kontrollprämie von 10,0% ausgegangen.
586. Somit beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals von VTG auf Basis der Multiplikator-Methode EUR 2.151 Mio. und EUR 2.516 Mio.:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)

in EUR Mio.	Ausgewählte Multiplikatoren		VTG Bezugsgröße	Unternehmenswert	
	Min	Max		Min	Max
Multiplikatoren					
Umsatz-Multiplikator LTM	4,12x	4,52x	1.195,8	4.927,5	5.404,4
Umsatz-Multiplikator 2021	4,42x	4,87x	1.237,0	5.463,9	6.029,6
EBITDA-Multiplikator LTM	10,63x	10,88x	488,4	5.191,2	5.312,9
EBITDA-Multiplikator 2021	10,30x	10,63x	496,2	5.113,4	5.276,4
Unternehmensgesamtwert (Ø)				5.174,0	5.505,8
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-3.336,8	-3.336,8
- Minderheiten				-0,3	-0,3
+ / (-) Sonderwerte				102,4	102,4
+ Wertbeitrag der steuerlichen Verlustvorträge				16,6	16,6
Wert des Eigenkapitals				1.955,8	2.287,6
+ Kontrollprämie (10%)				195,6	228,8
Wert des Eigenkapitals nach Kontrollprämie				2.151,4	2.516,4
Aktienanzahl in Mio. Stk.				34,2	34,2
Wert je Aktie (in EUR)				62,84	73,51

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

587. Bei einer ausstehenden Aktienanzahl von rd. 34,2 Mio. ergibt sich ein aus den Börsen-Multiplikatoren abgeleiteter Wert je VTG-Aktie in einer Bandbreite von EUR 62,84 bis EUR 73,51.

6.3.2 Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

588. Neben der Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren können alternativ Transaktions-Multiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der gezahlte Kaufpreis der Vergleichsunternehmen ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt. Transaktions-Multiplikatoren weisen gegenüber Börsen-Multiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheitserwerbe beobachtbar sind.
589. Bei den auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zuschläge enthalten. Insgesamt wird in diesem Zusammenhang regelmäßig von sog. Übernahmeprämien gesprochen, die diese Effekte berücksichtigen. Im Gegensatz dazu

enthalten Börsen-Multiplikatoren solche Prämien nicht, sofern vorher keine Übernahmege-rüchte existieren. Die angesprochenen Effekte sind in der Praxis häufig beobachtbar, lassen sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren. Teilweise können auch negative Prä-mien bzw. Abschläge beobachtet werden.

590. Es ist darauf hinzuweisen, dass im Wertkonzept gemäß IDW S 1 keine individuellen Synergien, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion entstehen (sog. echte Synergien) berücksich-tigt werden dürfen. Somit kommt den Transaktions-Multiplikatoren nur eine geringe Bedeu-tung zu.
591. Darüber hinaus ist bei Transaktions-Multiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Be-wertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungs-stichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-) Schwankungen unterliegen können.¹⁴⁸ Insofern wird die Aussagekraft dieses Ansatzes – v.a. gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem besteht, wie auch bei den Börsen-Multiplikatoren, die Möglichkeit von Marktverzerrun-gen, die zu nicht aussagekräftigen Transaktionspreisen führen können, sodass ggf. das Krite-rium des Zeitbezugs zum Bewertungsstichtag zugunsten der Vermeidung der Fortschreibung temporärer Verzerrungen abgeschwächt werden muss.
592. Neben diesen Beschränkungen ist zudem regelmäßig die Datenbasis vergleichbarer Transakti-onen eingeschränkt, da sie auf öffentlich verfügbaren Informationen beruht, für welche im Un-terschied zu Börseninformationen keine vergleichbaren Veröffentlichungspflichten bestehen.
593. Aus den M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind.¹⁴⁹ Der Analyse-zeitraum umfasst die Jahre ab 2018 bis zum Bewertungsstichtag. Bei der Auswahl an vergleich-baren Unternehmen wurde analog zur Peer Group-Auswahl¹⁵⁰ vorgegangen und Transaktionen aus dem Schienengüterverkehr-Sektor identifiziert. In einem weiteren Schritt wurden Transak-tionen ausgewählt, die eine implizite Gesamtkapitalbewertung von über EUR 50 Mio. aufwies-en und bei denen das Zielunternehmen den Sitz in Europa hat.
594. Wie bereits beschrieben, ist auf Basis ausschließlich öffentlich verfügbarer Informationen eine abschließende, fundierte Beurteilung der jeweiligen Transaktionen regelmäßig nicht umfas-send möglich. Somit könnten die ausgewählten Transaktionen nicht bzw. nur sehr einge-schränkt vergleichbar sein. Aufgrund dieser Einschränkungen wurden nur fünf Transaktionen identifiziert, darunter das Übernahmeangebot an die VTG AG im Jahr 2018 und das Delisting-Erwerbsangebot an die VTG AG im Jahr 2019. Die Multiplikatoren für die folgenden Transakti-onen wurden je nach Datenverfügbarkeit abgeleitet.

¹⁴⁸ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 218, neben ihrer Kritik auch an Börsen-Multiplikatoren.

¹⁴⁹ Über die Datenbank S&P Capital IQ. Es werden insbesondere die impliziten Gesamtkapitalwerte und jeweiligen Bezugsgrößen von dieser Datenbank bezogen und anschließend auf dieser Basis die entsprechenden Multiplikatoren berechnet. Darüber hinaus sind noch weitere Vergleichs-Transaktio-nen relevant, die jedoch nicht in der Datenbank von S&P Capital IQ hinterlegt waren, sondern die auf Basis von Analystenreports vorlagen und ebenso Eingang in die Analyse fanden.

¹⁵⁰ Vgl. Kapitel 2.4.1.

Transaktions-Multiplikatoren

Transaktionsinformationen								Adj. Multiplikatoren			
Käufer	Target	Land	Closing	Umsatz	EBITDA	EBITDA-Marge	EV	Erw. Anteil	Liq. Adj.	EV / Umsatz	EV / EBITDA
OOO Delo-Center	PJSC Transcontainer	RU	2020	1.260	290	23,0%	1.991	50,0%	-	1,6x	6,9x
MSI	VTG AG	DE	2019	1.081	340	31,4%	3.624	28,8%	-	3,4x	10,7x
MSI	VTG AG	DE	2018	1.047	331	31,6%	3.204	41,6%	-	3,1x	9,7x
VTG AG	NACCO S.A.S.	FR	2018	89	53	60,1%	684	100,0%	5,0%	8,1x	13,5x
PCC SE	PCC Intermodal S.A.	PL	2018	73	5	6,2%	75	7,9%	-	1,0x	n/a
										Durchschnitt	3,4x
										Median	3,1x
CDPQ; DWS	Ermewa Group	FR	-	489	271	55,4%	3.225	n/a	5,0%	5,1x	12,5x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ, Reuters¹⁵¹

595. Zusätzlich zu den historischen Transaktionen berücksichtigen wir die derzeitigen Exklusivverhandlungen der französischen SNCF mit einem Konsortium bestehend aus Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) und einem von der DWS Group (DWS) verwalteten Fonds über den Verkauf der Ermewa Group. Auf Basis einer veröffentlichten Kaufpreisindikation werden Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren abgeleitet. Insbesondere ist die Ermewa Group mit den Geschäftsaktivitäten Güterwaggonvermietung und Tankcontainer sowie Wartung und Engineering in vergleichsweise hohem Maße mit VTG vergleichbar.
596. Für die nicht börsennotierten Zielgesellschaften Nacco SAS und Ermewa Group wurde die Liquiditätsanpassung von 5,0% auf die ermittelten Transaktionsmultiplikatoren vorgenommen, da beide Unternehmen nicht börsennotiert sind und entsprechend mit einem Liquiditätsabschlag gehandelt wurden.
597. Ausgehend von den zuvor durchgeführten Analysen der Börsen-Multiplikatoren wird für die Bewertung mit Transaktions-Multiplikatoren ebenfalls auf die Referenzgrößen Umsatz und EBITDA zurückgegriffen. Die am Markt beobachtbaren EBITDA-Multiplikatoren liegen in einer Bandbreite von 6,9x bis 13,5x. Der Median bzw. der Durchschnitt betragen jeweils 10,2x. Die Umsatz-Multiplikatoren befinden sich in einer Bandbreite von 1,6x bis 8,1x. Der Median bzw. der Durchschnitt der Umsatz-Multiplikatoren betragen 3,1x bzw. 3,4x.
598. Als am besten vergleichbare Transaktion aus Sicht der Geschäftsmodells und des geografischen Fokus der Zielunternehmen ist der Verkauf der Ermewa-Gruppe heranzuziehen. Diese weist einen Umsatz-Multiplikator i.H.v. 5,1x¹⁵² und EBITDA-Multiplikator i.H.v. 12,5x auf.
599. Analog zur Analyse der Börsen-Multiplikatoren wurde anhand einer Regressionsanalyse der Zusammenhang zwischen den Umsatz-Multiplikatoren und den EBITDA-Margen sowie zwischen den EBITDA-Multiplikatoren und den EBITDA-Margen untersucht.

¹⁵¹ See, <https://www.reuters.com/article/france-sncf-idUSL8N2MG5WU>

¹⁵² Der tatsächliche Umsatz-Multiplikator der Ermewa-Transaktion (6,6x) wurde im gleichen Verhältnis nach unten angepasst, in dem die LTM EBITDA-Marge der VTG (40,8%) unter der EBITDA-Marge der Ermewa Group (55,4%) liegt.

600. Die Regressionsanalyse zeigt, dass für die vergleichbaren Transaktionen ein positiver Zusammenhang zwischen EBITDA-Margen und Umsatz-Multiplikatoren besteht. Auf Basis der durchschnittlichen EBITDA-Marge von VTG i.H.v. 40,8%¹⁵³ wird aus der Regressionsanalyse ein Umsatz-Multiplikator von 4,8x abgeleitet. Gemäß der Regressionsanalyse besteht auch für die Vergleichstransaktionen ein positiver Zusammenhang zwischen EBITDA-Marge und EBITDA-Multiplikator. Bezogen auf das EBITDA-Marge der VTG AG für das Jahr 2020 ergibt sich aus der Regressionsanalyse ein EBITDA-Multiplikator von 10,8x.
601. Im Rahmen der Analyse der Umsatz-Multiplikatoren und EBITDA-Multiplikatoren wurde einerseits auf die regressionsbasierten Multiplikatoren und andererseits auf die Multiplikatoren der Transaktion der Ermewa Group abgestellt.

Wert des Eigenkapitals auf Basis von Transaktions-Multiplikatoren

602. Basierend auf den ausgewählten Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren ergibt sich für VTG die im Folgenden dargestellte Wertbandbreite für den Wert des Eigenkapitals analog zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis von Börsen-Multiplikatoren:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Transaktions-Multiplikatoren)

Multiplikatoren	Ausgewählte Multiplikatoren			Unternehmenswert	
	Vergleichbare	Ermewa	VTG	Vergleichbare	Ermewa
	Transaktionen	Transaktion	Bezugsgröße	Transaktionen	Transaktion
EV / Umsatz	4,8x	5,1x	1.195,8	5.797,9	6.103,1
EV / EBITDA	10,8x	12,5x	488,4	5.292,9	6.103,1
Unternehmensgesamtwert (Ø)				5.545,4	6.103,1
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-3.336,8	-3.336,8
- Minderheiten				-0,3	-0,3
+ / (-) Sonderwerte				102,4	102,4
+ Wertbeitrag der steuerlichen Verlustvorträge				16,6	16,6
Wert des Eigenkapitals				2.327,2	2.884,9
Aktienanzahl in Mio. Stk.				34,2	34,2
Wert je Aktie (in EUR)				67,98	84,27

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ, Reuters¹⁵⁴

603. Zum Bewertungsstichtag liegt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals von VTG auf Basis der von vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren mit der ausgewählten Multiplikator-Bandbreite zwischen EUR 5.545,4 Mio. und EUR 6.103,1 Mio. Dies entspricht bei rd. 34,2 Mio. ausstehenden Aktien einem Wert je Aktie zwischen EUR 67,98 und EUR 84,27.
604. Eine Anwendung von Kontrollprämien entfällt bei der Berechnungsmethodik mit Hilfe von Transaktions-Multiplikatoren, da in den gezahlten Kaufpreisen bereits eine Kontrollprämie enthalten ist.
605. Es wird an dieser Stelle auf die bereits erläuterten Einschränkungen der Transaktions-Multiplikatoren hingewiesen. Auf Basis der durchgeführten Analysen von vergleichbaren Transaktionen

¹⁵³ Bezogen auf die Umsatzerlöse 2021.

¹⁵⁴ See, <https://www.reuters.com/article/france-sncf-idUSL8N2MG5WU>

liegen dennoch keine Anzeichen vor, die auf eine Unangemessenheit der Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen hindeuten würden.

6.4 Börsenkurs der VTG-Aktie

606. Gemäß der Rechtsprechung des BVerfG in der DAT/ALTANA-Entscheidung¹⁵⁵ stellt der Börsenpreis grundsätzlich die Untergrenze zur Bestimmung des den außenstehenden Aktionären anzubietenden Abfindungsbetrags dar. Der BGH hat diese Rechtsprechung in zwei Entscheidungen bestätigt und präzisiert.¹⁵⁶ Nach der Stollwerck-Entscheidung wird dieser Referenzkurs aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme (hier: des Squeeze Outs) ermittelt (sog. „VWAP“ oder „Dreimonatsdurchschnittskurs“). Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt dieser in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die WpÜG-AngebV¹⁵⁷, nach der die nach Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz bei Übernahme- und Pflichtangeboten mindestens anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als volumengewichteter Dreimonatsdurchschnitt der inländischen Börsenkurse im regulierten Markt ermittelt.
607. In Folge des am 11. März 2019 unterbreiteten Delisting-Erwerbsangebot der Warwick werden die VTG-Aktien mit Ablauf des 8. April 2019 nicht mehr in einem organisierten Markt einer deutschen Wertpapierbörse gehandelt. Zum Bewertungsstichtag beschränkt sich der Handel in VTG-Aktien in Deutschland ausschließlich auf den Freiverkehr an der Wertpapierbörse Hamburg, der keinen organisierten Markt i. S. v. § 2 Abs. 11 WpHG darstellt.
608. Am 12. April 2021 gab Warwick ihre Absicht zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der VTG AG bekannt. Der maßgebliche Referenzzeitraum für die Berechnung des Dreimonatsdurchschnittskurses der VTG-Aktie umfasst somit den Zeitraum vom 12. Januar 2021 bis zum 11. April 2021 („Referenzzeitraum“).
609. Aufgrund der ausschließlichen Notierung der Aktien im Freiverkehr hat die BaFin mit Schreiben vom 19. April 2021 mitgeteilt, dass kein Dreimonatsdurchschnittskurs gemäß § 5 Abs. 1, 3 WpÜG-AngebV im relevanten Referenzzeitraum ermittelt werden konnte.
610. Auch in der Rechtsprechung ist nicht abschließend entschieden, ob der Handel im Freiverkehr für die Bemessung der Abfindung in aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zu berücksichtigen ist.¹⁵⁸ Maßgeblich für die Beurteilung ist vor allem die Frage nach der Liquidität der Aktien, also ob und inwiefern im fraglichen Zeitraum ein ausreichend liquider Börsenhandel stattgefunden

¹⁵⁵ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94.

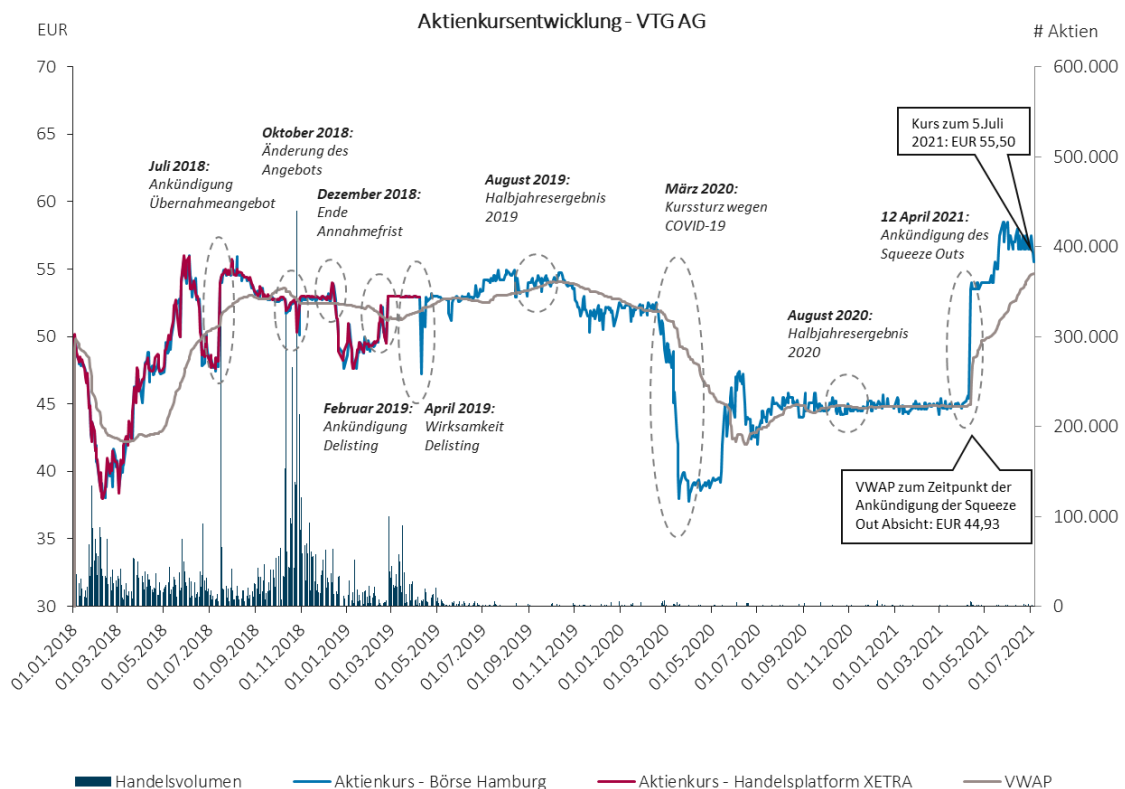
¹⁵⁶ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 – „DAT/Altana“ sowie Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „STOLLWERCK“

¹⁵⁷ § 5 Abs. 1, 3 WpÜG-AngebV.

¹⁵⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, 11. Mai 2015, 26 W 2/13, Tz. 29; OLG Hamburg vom 7. September 2020, 13 W 122/20. OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13; OLG Hamburg vom 7.9.2021 (Az. 13 W 122/20)

hat, der es den Minderheitsaktionären ermöglicht hätte, ihre Aktien tatsächlich zum Verkehrswert zu veräußern.

611. Vor diesem Hintergrund wurde auf Basis der Handelsdaten im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg eine Ermittlung des Dreimonatsdurchschnittskurses der VTG-Aktie sowie eine Analyse der Liquidität vorgenommen.
612. Der von uns für den Referenzzeitraum berechnete, nach dem Handelsvolumen im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs beträgt EUR 44,93 je VTG-Aktie.¹⁵⁹ Dies entspricht einer Marktkapitalisierung der VTG AG von EUR 1.538,1 Mio.
613. Im Rahmen der Analyse der Liquidität der VTG-Aktie wurde zunächst der Verlauf des Aktienkurses und des Dreimonatsdurchschnittskurses von Januar 2018 bis Juni 2021 betrachtet, um mögliche Auffälligkeiten im Kursverlauf, wie Kurssprünge, Handelslücken oder anderweitige Verzerrungen, zu identifizieren.



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ,

614. Seit der Ankündigung des Übernahmeangebots i.H.v. 53 Euro im Juli 2018 durch Warwick und dem anschließenden Delisting-Erwerbsangebot im März 2018 mit dem gleichen Angebotspreis war der Kurs der VTG-Aktie bis zum weltweiten Einbruch der Börsenkurse aufgrund der Covid-

¹⁵⁹ Die Berechnung erfolgt auf Basis der Tagesschlusskurse.

19-Pandemie im März 2020 grundsätzlich nur geringen Schwankungen ausgesetzt und orientierte sich am Preis des Übernahme- und Delisting-Angebot. Nach einem Kurseinbruch im März 2020 im Zusammenhang mit dem marktweiten Kursverfall aufgrund der Covid-19-Pandemie auf einen Kurs von weniger als EUR 40,00 je Aktie erholte sich der Börsenkurs zum Ende des ersten Halbjahres 2020 zumindest teilweise, kehrte aber nicht mehr zu einem Kursniveau von mehr als EUR 50,00 zurück. Seit Juli 2020 bis zum Stichtag der Ankündigung des Squeeze Outs am 12. April 2021 verharnte der Börsenkurs relativ konstant auf einem Niveau von ca. 45 EUR je Aktie. Erst nach der Ankündigung der Absicht eines Squeeze Out am 12. April 2021 stieg der Kurs der VTG-Aktie sprunghaft auf EUR 53,50 an. Mit Ausnahme der Covid-19 induzierten Kurs-sprünge im Frühjahr 2020 folgte der Börsenkurs seit Ankündigung des Übernahmeangebots nicht mehr der Entwicklung von Referenzindizes.

615. Neben einer Analyse des Verlaufs des Aktienkurses bieten sich mehrere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität der VTG-Aktie an. So ist nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV zur Ermittlung der Untergrenze der Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten der Dreimonatsdurchschnittskurs der BaFin nicht maßgeblich, wenn

- in den drei Monaten vor Veröffentlichung des Angebots in weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden und
- mehrere aufeinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen.

616. Darüber hinaus wurden in der gängigen Rechtsprechung¹⁶⁰ weitere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität entwickelt. Werden diese weiteren Liquiditätskriterien erfüllt, wird ein Börsenkurs im Regelfall nicht verworfen und die Aktie gilt als ausreichend liquide, sofern:

- der Streubesitz größer ist als 5,0%,¹⁶¹
- an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel besteht und/oder
- mehr als 0,018% des gesamten Aktienbestands (ausstehende Aktien) pro Tag gehandelt werden.¹⁶²

617. Neben den rechtlichen Kriterien wurde die Liquidität der VTG-Aktie auch aus ökonomischer Sicht untersucht. Im Vergleich zu Analysen aus rechtlicher Perspektive sind die Anforderungen an die Liquiditätskriterien einer Aktie aus ökonomischer Sicht, z.B. im Rahmen der Überprüfung von Beta-Faktoren, strenger. Im Rahmen der ökonomischen Liquiditätsanalyse werden u.a. die

¹⁶⁰ Vgl. u.a.: BGH-Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00; OLG München, Beschluss vom 11. Juli 2006, Az. 31 Wx 041/05 und 06/05; OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 2. November 2006, Az. 20 W 233/93; LG Frankfurt a.M., Beschluss vom 17. Januar 2006, Az. 3.5 O 75/03.

¹⁶¹ In der Rechtsprechung gibt es auch Urteile, dass dieses Kriterium insbesondere bei Squeeze Outs nicht uneingeschränkt anwendbar sei. Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2018 - 31 O 138/15, OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011 -20 W 11/08 Rn. 94; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08, Rn. 235; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 - 12 W 1/17, Rn. 38.

¹⁶² OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Rn. 395.

Entwicklung des täglichen Handelsvolumens (absolut und im Verhältnis zum gesamten Aktienbestand) und die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spread) untersucht, um die Liquidität der Aktie im Zeitablauf beurteilen zu können.

618. Zusammenfassend sind auf Basis der durchgeführten Analysen zur Liquidität der VTG-Aktie im Freiverkehr der Hamburger Wertpapierbörse aus rechtlicher sowie aus ökonomischer Perspektive folgende Feststellungen zu nennen:

- Der Aktienkursverlauf der VTG-Aktie weist im Referenzzeitraum keine Häufung von nacheinander festgestellten Börsenkurse auf, die um mehr als 5 Prozent voneinander abweichen.
- Im Referenzzeitraum lag der Streubesitz der VTG-Aktien bei rd. 3,6% und damit deutlich unter 5,0%.
- Zugleich fand im Referenzzeitraum an 58 von 62 möglichen Tagen und damit an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel der VTG-Aktie statt.
- Im Referenzzeitraum wurden durchschnittlich 318 Aktien umgesetzt, was einem Anteil von weniger als 0,001% des gesamten Aktienbestands entspricht und damit um mehr als das Zehnfache geringer ist als 0,018%.
- Der durchschnittlich erzielte, tägliche Handelsumsatz in VTG-Aktien basiert auf wenigen Transaktionen und betrug im Referenzzeitraum EUR 14.307 bzw. EUR 52.725 seit dem Delisting.
- Seit dem Delisting zeigte sich im Freiverkehr der Börse Hamburg ein hoher durchschnittlicher Bid-Ask-Spread von 1,95%, der oberhalb der Referenzwerte für den SDAX (ca. 0,45%) und Peer Group Unternehmen im gleichen Zeitraum liegt.¹⁶³ Die Schwankungen des Bid-Ask Spread lagen im Bereich von 0,18% und 25,00%, was ebenfalls auf eine geringe Liquidität der Aktie hindeutet.

619. Es zeigt sich, dass die Liquiditätskriterien der WpÜG-AngebV zwar grundsätzlich erfüllt sind,¹⁶⁴ die von der gängigen Rechtsprechung aufgestellten Kriterien jedoch mehrheitlich und zum Teil signifikant verfehlt werden. Auch die ökonomischen Kriterien Handelsvolumen und Transaktionskosten lassen in Verbindung mit einer von den Referenzindizes abgekoppelten und durch

¹⁶³ Vgl. LG München, Beschluss vom 2. Dezember 2016, Az. 5HK 5781/15; OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 20.11.2019, Az. 21 W 77/14 -, Grenzwert bei Bid-Ask-Spreads ist 1%, bzw. 1,25%;

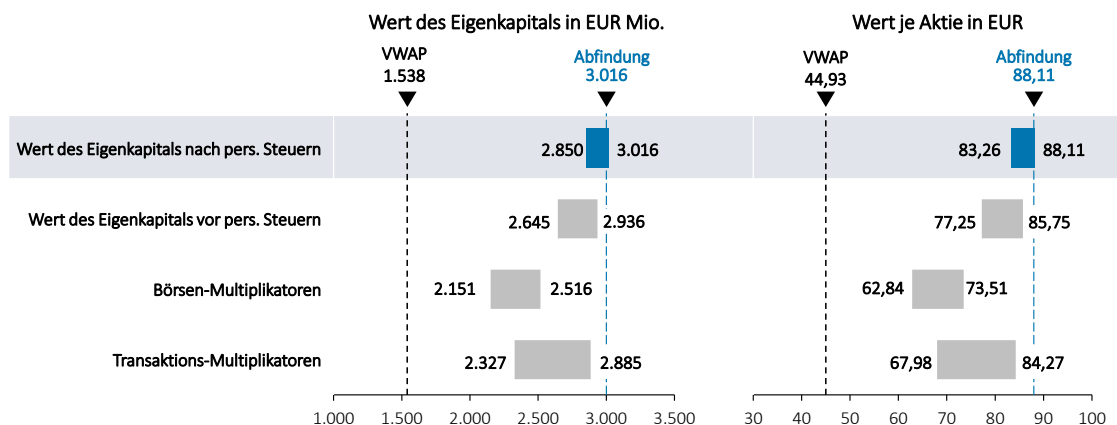
¹⁶⁴ Abgesehen von dem Erfordernis des Handels an einem organisierten Markt, das durch den Freiverkehr nicht erfüllt wird.

das Übernahme- und Delistingangebot verzerrten Kursentwicklung der VTG-Aktie auf eine unzureichende Liquidität schließen.

620. Vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen an den Börsenkurs sowie aus ökonomischer Sicht kann der Börsenkurs nicht zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien oder zur Berechnung eines Eigenbetafaktors herangezogen werden.

6.5 Fazit zum Wert des Eigenkapitals von VTG

621. Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden und -parametern ermittelten Werte des Eigenkapitals der VTG AG stellen sich zum 22. September 2021 wie folgt dar:



622. Der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern (objektiver Unternehmenswert nach IDW S 1) wird in der Praxis gewöhnlich zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen. Dieser ermittelte Wert des Eigenkapitals beträgt zum 22. September 2021 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,87% EUR 3.016 Mio. bzw. EUR 88,11 je VTG-Aktie. In der Sensitivitätsberechnung beträgt der Wert unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,50% nach persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,30% nach persönlichen Steuern EUR 2.850 Mio. bzw. EUR 83,26 je VTG-Aktie. Warwick hat sich in Kenntnis der Wertbandbreiten dazu entschlossen, die Abfindung auf den Wert von EUR 88,11 je VTG-Aktie und damit am oberen Ende dieser Bandbreite festzulegen.

623. Der anhand der DCF-Methode ermittelte Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern beträgt zum 22. September 2021 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 7,00% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% vor persönlichen Steuern bzw. in der Sensitivitätsberechnung unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 8,0% und einer nachhaltigen

Wachstumsrate von 1,5% vor persönlichen Steuern EUR 2.936 Mio. bzw. EUR 85,75 je VTG-Aktie bzw. EUR 2.645 Mio. bzw. EUR 77,25 je VTG-Aktie.

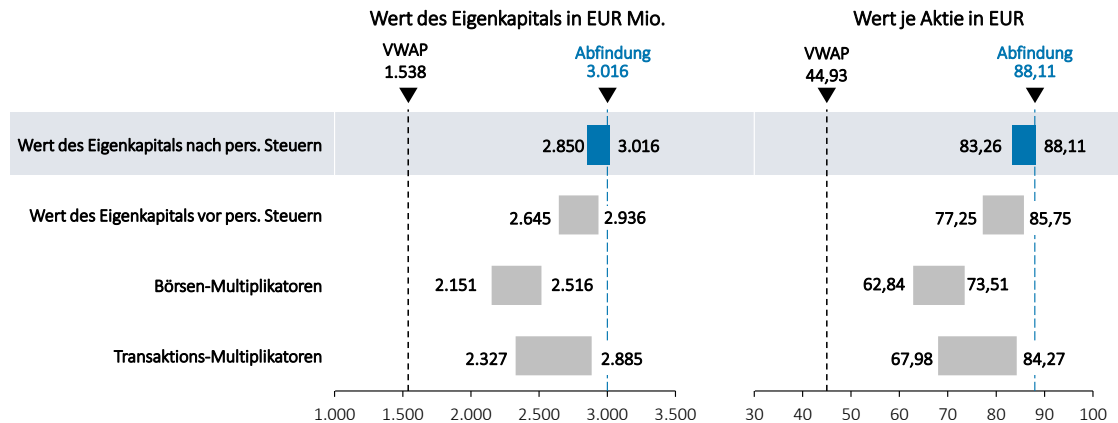
624. Die Werte des Eigenkapitals der VTG AG wurden zudem anhand der Börsen- und Transaktions-Multiplikator-Methoden ermittelt. Die anhand der Börsen-Multiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt EUR 2.151 Mio. bzw. EUR 62,84 je VTG-Aktie bis EUR 2.516 Mio. bzw. EUR 73,51 je VTG-Aktie. Zudem beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals anhand der Transaktions-Multiplikatoren EUR 2.327 Mio. bzw. EUR 67,98 je VTG-Aktie bis EUR 2.885 Mio. bzw. EUR 84,27 je VTG-Aktie. Aufgrund der so ermittelten Bandbreite des Werts des Eigenkapitals sind die ermittelten Werte nach der DCF- bzw. Ertragswertmethode als plausibel anzusehen.
625. Zum Bewertungsstichtag liegen die mit einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und 5,75% nach persönlichen Steuern als Mittelwert der FAUB Bandbreite ermittelten Werte des Eigenkapitals oberhalb der Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren und des Börsenkurses. Der auf das EBITDA des Jahres 2020 bezogene implizite EBITDA-Multiplikator des Werts des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern von EUR 88,11 je VTG-Aktie beträgt 12,8x¹⁶⁵ und liegt über dem vergleichbaren EBITDA-Multiplikator der Ermewa-Transaktion von 12,5x.
626. Der ermittelte Dreimonatsdurchschnittskurs i.H.v. EUR 44,93 je VTG-Aktie im Freiverkehr der Börse Hamburg liegt deutlich unter der ermittelten Bandbreite des Werts des Eigenkapitals, sodass eine Abfindung über dem Börsenkurs jedenfalls angemessen ist.

¹⁶⁵ Der implizite EBITDA-Multiplikator von 12,8x bezieht sich im Zähler auf den Enterprise Value der VTG exkl. Sonderwerte. Im Nenner wird das bereinigte EBITDA des Jahres 2020 exkl. der Nordamerikaaktivitäten berücksichtigt.

7. ZUSAMMENFASSUNG ZUR ANGEMESSENEN ABFINDUNG

627. Die Warwick Holding GmbH als Hauptaktionärin der VTG AG beabsichtigt, gemäß §327a ff AktG die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf sie gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen (Squeeze Out). Die Beschlussfassung soll im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung der VTG AG am 22. September 2021 erfolgen. Die angemessene Abfindung wird von der Geschäftsführung der Warwick Holding GmbH festgelegt.
628. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der VTG AG haben wir auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach haben wir eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1, Stand: 2. April 2008) in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet. Darüber hinaus haben wir die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012), berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen haben wir die Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen abgegeben.
629. Entsprechend der einschlägigen Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen und der angewandten Bewertungsstandards haben wir eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung vorgenommen. Auf dieser Basis haben wir Werte des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 vor und nach persönlichen Steuern sowie nach den DVFA-Empfehlungen vor persönlichen Steuern ermittelt und Bandbreiten abgeleitet. Zudem wurden vergleichende Bewertungsverfahren wie Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren angewandt sowie der Börsenkurs der VTG AG gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung berücksichtigt (vgl. Tz. 615 ff.).

630. Zum Bewertungsstichtag 22. September 2021 stellen sich die Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals der VTG AG bzw. des Werts je VTG-Aktie wie folgt dar:



631. In der Praxis wird zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen gewöhnlich der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Basis des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 herangezogen. Dabei gelangt regelmäßig eine Marktriskoprämie nach persönlichen Steuern zum Ansatz, die in der Mitte der vom FAUB vorgeschlagenen Bandbreite von derzeit 5,0% bis 6,5% liegt.
632. Bei Anwendung dieser mittleren Marktriskoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75% ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals der VTG AG in Höhe von EUR 3.016 Mio. Unter Berücksichtigung von 34,2 Mio. ausstehenden VTG-Aktien beträgt die angemessene Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG demnach EUR 88,11 je VTG-Aktie.
633. Da die impliziten Marktrenditen auf eine Marktriskoprämie am oberen Ende der Bandbreite des FAUB hindeuten, haben wir eine Sensitivitätsberechnung auf Basis einer Marktriskoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 6,5% durchgeführt, aus der sich ein Wert des Eigenkapitals der VTG AG in Höhe von EUR 2.850 Mio. ergibt. Unter Berücksichtigung von 34,2 Mio. ausstehenden VTG-Aktien beträgt die durch die Sensitivitätsberechnung ermittelte angemessene Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG EUR 83,26 je VTG-Aktie. Warwick hat sich in Kenntnis der Wertbandbreiten dazu entschlossen, die Abfindung auf den Wert von EUR 88,11 je VTG-Aktie und damit am oberen Ende dieser Bandbreite festzulegen.
634. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung im Sinne von § 293a Abs. 1 S. 2 AktG sind nicht aufgetreten.
635. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 20. Juli 2021 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der VTG AG am 22.

September 2021 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Bandbreiten für die angemessene Abfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

636. Wir erstatten diese Gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen aufgrund unserer sorgfältigen Analysen sowie unter Bezugnahme auf die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte.

München, 20. Juli 2021



Florian Starck
Steuerberater
Senior Managing Director
ValueTrust Financial Advisors SE



ppa. Dennis Muxfeld

Director
ValueTrust Financial Advisors SE

Anlagen

1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

Für die Erstellung dieses Gutachtens wurden uns von der Gesellschaft im Wesentlichen die nachfolgenden Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Aktualisierte integrierte Planungsrechnung von VTG, die die Planungsrechnung für die Jahre 2021 bis 2023 umfasst und am 1. Juli 2021 vom Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat genehmigt wurde sowie das dazugehörige Preis-Mengengerüst
- Strategische Fortschreibung für die Jahre 2024 und 2025 von VTG für die Gewinn- und Verlustrechnung und Investitionen
- Planungsrechnung mit Stand von November 2020 der VTG für die Jahre 2021 bis 2023, welche vom Vorstand am 16. November 2020 verabschiedet wurde
- Protokolle über Sitzungen des Vorstands und des Aufsichtsrates der VTG Aktiengesellschaft der Geschäftsjahre 2017 bis 2021 bis einschließlich 1. Juli 2021
- Interne Unterlagen der VTG zur Bewertung der Sonderwerte, insbesondere interne Dokumentationen zum Status der M&A Aktivitäten, insbesondere Kaufpreisindikationen und Analysen zur Ableitung potenzieller Kaufpreise
- Prüfungsberichte und Geschäftsberichte über die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 von VTG sowie dazugehörige Summen- und Saldenlisten des Konzernabschlusses nach IFRS
- Internes Reporting zu den Plan-Ist Abweichungen im Zeitraum 2018 bis 2021
- Interne Präsentationen zur Unternehmensstrategie und dem strategischen Review
- Aktuelles Organigramm von VTG per 30. Juni 2021
- Entwurf des Berichts: „Bericht der Warwick Holding GmbH, Frankfurt am Main, als Hauptaktionärin der VTG Aktiengesellschaft, Hamburg, über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft auf die Warwick Holding GmbH“, sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 Aktiengesetz vom 21. Juli 2021 („Übertragungsbericht“).

2. Ansprechpartner

Im Rahmen unserer Tätigkeiten standen uns im Wesentlichen folgende Personen als Ansprechpartner seitens VTG zur Verfügung:

- Mark Stevenson, CFO
- Björn Schwarten , Head of Group Finance
- Katarina Nyberg-Schäper, Head of Group Accounting
- Andreas Timm, Group Finance
- Marc Günther, Group Controlling
- Weitere Ansprechpartner der VTG

3. Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.		TV
	2021	2022	2023	2024	2025	
Ergebnis vor Ertragsteuern	91,9	122,6	174,4	191,7	217,6	231,6
- Ertragsteuern	-20,6	-28,2	-40,8	-45,5	-52,7	-57,6
+ / (-) Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	-	-	-
+ Abschreibungen	297,6	305,9	319,6	328,9	338,1	358,3
- / (+) Veränderung der Vorräte	0,1	-0,2	-	-4,4	-5,4	-1,0
- / (+) Veränderung der Ford. und sonst. Vermögenswerte	-16,1	-0,5	-16,2	-9,9	-10,9	-2,7
- / (+) Veränderung des Sonstigen Umlaufvermögens	1,5	-	-	-	-	-0,8
+ / (-) Veränderung der Rückstellungen	-	-	-	-	-	0,7
+ / (-) Veränderung der unverzinslichen Verbindlichkeiten	-18,7	7,7	22,4	9,3	11,3	5,1
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	335,6	407,2	459,4	470,0	498,1	533,6
(+) / - (Investitionen) / Desinvestitionen in das Anlagevermögen	-358,2	-542,8	-654,4	-524,2	-571,1	-410,1
(+) / - (Investitionen) / Desinvestitionen in Finanzanlagen	1,6	-	-	-	-	-0,8
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-356,6	-542,8	-654,4	-524,2	-571,1	-410,9
+ / (-) Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-56,2	175,3	227,8	155,3	187,9	43,3
- Ausschüttung des Cashflows to Equity	-	-39,6	-32,8	-101,1	-114,8	-165,4
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-56,2	135,6	195,0	54,2	73,1	-122,1
Veränderung Liquide Mittel	-77,2	-0,0	-0,0	0,0	-0,0	0,6

4. Anpassungen der Gewinn- und Verlustrechnung

Zusammenfassend haben wir die folgenden bewertungstechnischen Anpassungen an der von VTG bereitgestellten, verabschiedeten Planung der Gewinn- und Verlustrechnung vorgenommen, um zur bewertungsrelevanten Planung zu gelangen: Für Bewertungszwecke haben wir die bereitgestellte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung im Steueraufwand dahingehend angepasst, dass die bestehenden steuerlichen Verlustvträge durch eine niedrigere effektive Steuerquote berücksichtigt sind.

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Planung			Strat. Fortschr.	
	2021	2022	2023	2024	2025
Gesamtleistung	1.238,3	1.287,7	1.401,0	1.468,3	1.542,1
davon Umsatzerlöse	1.237,0	1.287,5	1.401,0	1.468,3	1.542,1
Wachstum in %	3,4%	4,1%	8,8%	4,8%	5,0%
davon Bestandsveränderungen	1,3	0,2	-	-	-
Materialaufwand	-494,3	-506,6	-557,6	-585,8	-620,2
Rohrertrag	744,0	781,1	843,3	882,5	921,9
in % der Gesamtleistung	60,1%	60,7%	60,2%	60,1%	59,8%
Personalaufwand	-140,5	-141,4	-143,6	-144,4	-146,8
Sonstige betriebliche Erträge	26,0	23,9	25,9	31,6	37,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-166,6	-159,5	-152,0	-159,7	-169,1
EBITDA	462,9	504,0	573,5	610,0	643,1
in % der Gesamtleistung	37,4%	39,1%	40,9%	41,5%	41,7%
Abschreibungen	-297,6	-305,9	-319,6	-328,9	-338,1
EBIT	165,3	198,2	254,0	281,2	304,9
in % der Gesamtleistung	13,3%	15,4%	18,1%	19,1%	19,8%
Finanzergebnis	-73,4	-75,6	-79,6	-89,4	-87,3
Ergebnis vor Ertragsteuern	91,9	122,6	174,4	191,7	217,6
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-23,0	-30,6	-43,6	n.a.	n.a.
Effektive Steuerquote (in %)	25,0%	25,0%	25,0%	n.a.	n.a.
Anpassung	2,3	2,4	2,8	n.a.	n.a.
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag nach Anpassung	-20,6	-28,2	-40,8	-45,5	-52,7
Effektive Steuerquote (in %)	22,5%	23,0%	23,4%	23,7%	24,2%
Jahresergebnis	68,9	91,9	130,8	n.a.	n.a.
in % der Gesamtleistung	5,6%	7,1%	9,3%	n.a.	n.a.
Jahresergebnis nach Anpassung	71,2	94,4	133,6	146,2	164,9
in % der Gesamtleistung	5,8%	7,3%	9,5%	10,0%	10,7%

5. Peer Group

Im Rahmen der Peer Group- Auswahl ergab sich nach einem ersten Screening eine Grundgesamtheit von 34 Unternehmen, die wir anhand von qualitativen Faktoren und den spezifischen Geschäftsmodellen auf eine Liste von 15 Unternehmen eingegrenzt haben (Shortlist):

Peer Group-Auswahl ("Shortlist")

Vergleichsunternehmen	Peer Group
GATX Corporation	ja
Trinity Industries, Inc.	ja
Pkp Cargo S.A.	ja
Touax SCA	ja
Globaltrans Investment Plc	ja
Aves One AG	ja
Far-Eastern Shipping Company PLC.	nein
Canadian Pacific Railway Limited	nein
Canadian National Railway Company	nein
Union Pacific Corporation	nein
CSX Corporation	nein
FreightCar America, Inc.	nein
The Greenbrier Companies, Inc.	nein
PJSC TransContainer	nein

Die Auswahl der letztendlich herangezogenen Vergleichsunternehmen erfolgte u.a. anhand eines Scoring-Modells, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt beurteilt wurde. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen anhand qualitativer und quantitativer Kriterien analysiert und anhand dieser Kriterien mit VTG verglichen. Nach detaillierter Analyse der Unternehmen wurde die Shortlist auf eine Peer Group von sechs Vergleichsunternehmen eingegrenzt.

6. Definition wesentlicher Kennzahlen

$$\text{Investitionsquote}_t = \frac{\text{CAPEX}_t}{\text{Gesamtleistung}_t}$$

$$\text{Kreditorenlaufzeit (DPO)}_t = \frac{\text{Verbindlichkeiten aus LuL}_t \cdot 365}{\text{Unbereinigter Materialaufwand}_t}$$

$$\text{Debitorenlaufzeit (DSO)}_t = \frac{\text{Forderungen aus LuL}_t \cdot 365}{\text{Gesamtleistung}_t}$$

$$\text{Vorratsdauer (DIH)}_t = \frac{\text{Vorräte}_t \cdot 365}{\text{Unbereinigter Materialaufwand}_t}$$

$$\text{Rendite a.d. einges. Kapital (ROCE)}_t = \frac{\text{EBIT}_t}{\text{Durchschnittliches Invested Capital (IC)}_{t/t-1}}$$

$$\text{Kapitalumschlag}_t = \frac{\text{Gesamtleistung}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$$

$$\text{Verschuldungsgrad (Bw.)}_t = \frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}$$

$$\text{Verschuldungsgrad (Mw.)}_t = \frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{(Markt-)Wert des Eigenkapitals}_t}$$

Anlage 6

**Gewährleistungserklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland gemäß
§ 327b Abs. 3 AktG vom 21. Juli 2021**



BNP Paribas · Europa-Allee 12 · 60327 Frankfurt am Main

Warwick Holding GmbH
Thurn-und-Taxis-Platz 6
D – 60313 Frankfurt am Main
Deutschland

Frankfurt am Main, am 21. Juli 2021

Zur Übermittlung an den Vorstand der VTG Aktiengesellschaft, Hamburg

Gewährleistungserklärung für die Barabfindungsverpflichtung der Hauptaktionärin der VTG Aktiengesellschaft zugunsten der Minderheitsaktionäre der VTG Aktiengesellschaft gem. § 327b Abs. 3 AktG

Die Warwick Holding GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eine nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland gegründete und bestehende Gesellschaft mit beschränkter Haftung, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter Registernummer HRB 106298, mit der Geschäftsanschrift Thurn-und-Taxis-Platz 6, 60313 Frankfurt am Main, Deutschland (im Folgenden „**Warwick**“ oder „**Hauptaktionärin**“), hat uns ihre Absicht mitgeteilt, als Hauptaktionärin sämtliche auf den Inhaber lautenden Stückaktien (internationale Wertpapierkennnummer (im Folgenden „**ISIN**“) DE000VTG9999) (im Folgenden „**Stückaktie**“) der VTG Aktiengesellschaft, eine nach deutschem Recht gegründete und bestehende Aktiengesellschaft, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter Registernummer HRB 98591, mit der Geschäftsanschrift Nagelsweg 34, 20097 Hamburg, Deutschland (im Folgenden „**VTG**“), der übrigen Aktionäre der VTG (im Folgenden die „**Minderheitsaktionäre**“ und einzeln der „**Minderheitsaktionär**“) im Rahmen eines Verfahrens zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zu erwerben.

Warwick hat uns ferner mitgeteilt, dass ihr unmittelbar 33.005.013 der insgesamt ausgegebenen 34.233.591 Stückaktien gehören. Dies entspricht 96,41 % und damit mehr als 95 von Hundert des Grundkapitals von VTG.

Auf Verlangen der Warwick soll in einer außerordentlichen Hauptversammlung der VTG, voraussichtlich am 22. September 2021, gem. § 327a Abs. 1 AktG über die Übertragung der Stückaktien der Minderheitsaktionäre auf die Warwick gegen Gewährung der von Warwick festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 (in Worten: achtundachtzig Euro elf Cent) je Stückaktie, jeweils mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 (in Worten: ein Euro) je Stückaktie, beschlossen werden.

Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der VTG gehen kraft Gesetzes alle Stückaktien der Minderheitsaktionäre der VTG auf Warwick als Hauptaktionärin über und die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug den Anspruch gegen Warwick auf unverzügliche Zahlung der festgelegten Barabfindung.

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat die Hauptaktionärin dem Vorstand der Gesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschließt, die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstitutes zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen, nachdem der Übertragungsbeschluss im Handelsregister der Gesellschaft eingetragen und damit wirksam geworden ist (§ 327e Abs. 3 S. 1 AktG).



Seite 2 zu unserem Schreiben vom 21. Juli 2021

Dies vorausgeschickt, übernimmt die BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, eine Zweigniederlassung der BNP Paribas S.A., einer Aktiengesellschaft französischen Rechts, und Zweigniederlassung im Sinne von § 53b Abs. 1 S. 1 KWG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter Registernummer HRB 40950 (im Folgenden „**BNP Paribas Niederlassung Deutschland**“) als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut hiermit nach § 327b Abs. 3 AktG gegenüber jedem Minderheitsaktionär unbedingt und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Warwick als Hauptaktionärin von VTG, den Minderheitsaktionären unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 88,11 (in Worten: achtundachtzig Euro elf Cent) je auf die Warwick übergegangene Stückaktie zu zahlen, nachdem der Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung von VTG gem. § 327a Abs. 1 AktG im Handelsregister der VTG eingetragen und damit wirksam geworden ist (§ 327e Abs. 3 S. 1 AktG).

Diese Gewährleistung wird als selbständiges Garantieverprechen abgegeben und stellt einen echten Vertrag zugunsten Dritter gem. § 328 Abs. 1 BGB dar, aus dem den Minderheitsaktionären von VTG gegenüber BNP Paribas Niederlassung Deutschland ein unmittelbarer Zahlungsanspruch zusteht. BNP Paribas Niederlassung Deutschland kann aus der Gewährleistungserklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden aus dem Verhältnis der BNP Paribas Niederlassung Deutschland zur Warwick ausgeschlossen.

Der BNP Paribas Niederlassung Deutschland gegenüber sind Erklärungen in deutscher oder englischer Sprache abzugeben. Diese Gewährleistungserklärung unterliegt ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

Mit freundlichen Grüßen

**BNP Paribas S.A.
Niederlassung Deutschland**

Alexander Tetzlaff
Managing Director

Marcellus Ramsauer
Director