EBNER STOLZ

Bericht

über die Prüfung

des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

zwischen der

va-Q-tec AG, Würzburg,

und der

Fahrenheit AcquiCo GmbH, Frankfurt am Main

EBNER STOLZ

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
A&F	Haushaltsgeräte und Lebensmittel
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
APAC-Region	Umfasst die Regionen in Asien, Australien und Ozeanien, die im Westpazifik oder in der Nähe davon liegen
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BewP	Bewertungspraktiker
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg L.P.	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model

EBNER STOLZ

Abkürzung	Bezeichnung
CDAX	Composite DAX
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
EBIT	Earnings before interest and tax
EBITDA	Earnings before interest, tax and depreciation & amortization
Ebner Stolz	Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungs-gesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Köln
EQT	EQT Partners AB
ERP	Enterprise-Resource-Planning
ESt	Einkommensteuer
et al	und andere
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
e.V.	Eingetragener Verein
EY	Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
EZB	Europäische Zentralbank
f.	Folgende
ff.	Fortfolgende
Fahrenheit AcquiCo	Fahrenheit AcquiCo GmbH, Frankfurt am Main

EBNER STOLZ

Abkürzung	Bezeichnung
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FB	Finanz Betrieb (Zeitschrift)
FC	Forecast
Fn.	Fußnote
FTE	Full-Time Equivalent (Vollzeitäquivalent)
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
H&L	Gesundheitswesen und Logistik
i.d.F.	In der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
IDW-FN	IDW Fachnachrichten
IDW-LIFE	IDW Magazin
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMK	Institut für Makroökonomie und Konjunktur-forschung, Düsseldorf
Inc.	Incorporated

EBNER STOLZ

Abkürzung	Bezeichnung
i.S.d.	Im Sinne des
ISIN	Internationale Wertpapierkennnummer
i.V.m.	In Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LKW	Lastkraftwagen
LLC	Limited Liability Company
LP	Limited Partnership
MEUR	Millionen Euro
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
N.V.	Naamloze vennootschap (niederländische Rechtsform einer Aktiengesellschaft)
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum (pro Jahr)
PCM	Phase Change Materials
PowTec	Power Technology
R^2	Bestimmtheitsmaß

Abkürzung	Bezeichnung
RFID-Technologie	Technologie für Sender-Empfänger-Systeme zum automatischen und berührungslosen Identifizieren und Lokalisieren von Objekten und Lebewesen mit Radiowellen
Rödl & Partner	Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Nürnberg
SA	Sociéte anonyme (Rechtsform in Luxemburg)
SARL	Sociéte à responsabilité limitée
SE	Societas Europaea (Europäische Gesellschaft)
SolZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
TempChain	Temperature Controlled Supply Chain
TEnEff	Thermal Energy Efficiency
TEUR	Tausend Euro
T&I	Technik und Industrie
u. a.	Unter anderem
u. E.	Unseres Erachtens
USA	United States of America
USD	United States Dollar
Vgl.	Vergleichend
VIP	Vacuum Insulation Paneel
VQT	va-Q-tec Konzern

Abkürzung	Bezeichnung
VQT AG	va-Q-tec AG, Würzburg
WKN	Wertpapierkennnummer
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WPH	WP Handbuch
WpÜG - AngebV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
z. B.	Zum Beispiel
zzgl.	Zuzüglich

EBNER STOLZ

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 293b AktG	5
2.1. Gegenstand der Prüfung	5
2.2. Gemeinsamer Bericht über den Unternehmensvertrag	5
2.3. Prüfungsbericht	5
3. Prüfung der Vollständigkeit des Vertragsinhaltes	7
3.1. Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften	7
3.2. Leitung	7
3.3. Gewinnabführung	7
3.4. Verlustübernahme (§ 302 AktG)	8
3.5. Garantiedividende und Ausgleichszahlung (§ 304 AktG)	9
3.6. Abfindung (§ 305 AktG)	11
3.7. Dauer und Beendigung des Vertrags	12
3.8. Fazit	13
4. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	14
4.1. Allgemeines	14
4.2. Ertragswert	15
4.3. Liquidationswert	19
4.4. Substanzwert	21
4.5. Börsenkurs	21
4.6. Vergleichsorientierte Bewertung	23
4.7. Vorerwerbe durch die Fahrenheit AcquiCo	23
4.8. Methode zur Ermittlung der Abfindung	24
4.9. Methode zur Ermittlung der Ausgleichzahlung	25
4.10. Ergebnis	26
5. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung	27
6. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	29

6.1. Bewertungsobjekt 29
a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse 29
b) Historie der Gesellschaft 32
c) Geschäftsmodell 33
d) Ergebnis 35
6.2. Bewertungsstichtag 35
6.3. Ertragswert 36
a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse 36
b) Markt- und Wettbewerbsverhältnisse 41
c) Operative Planungsrechnung 53
d) Weitere Planungskomponenten 67
e) Konvergenzphase, nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung 68
f) Kapitalisierungszinssatz 74
g) Wachstumsabschlag 89
h) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes 95
i) Ertragswertberechnung 96
6.4. Sonderwerte 100
6.5. Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 101
6.6. Vergleichsorientierte Bewertung 102
6.7. Börsenkurs 103
6.8. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung 108

7. Ermittlung der angemessenen Abfindung und Ausgleichszahlung 109

7.1. Ermittlung der angemessenen Abfindung gem. § 305 AktG 109
7.2. Ermittlung des angemessenen Ausgleichs gem. § 304 AktG 109

8. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung und Ausgleichszahlung 115

EBNER STOLZ

Anlagenverzeichnis

Beschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth vom 17. Februar 2023	Anlage 1
Beschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth vom 23. Februar 2023	Anlage 2
Allgemeine Auftragsbedingungen	Anlage 3

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von ± einer Einheit (EUR, % usw.) auftreten.

EBNER STOLZ

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

Fahrenheit AcquiCo GmbH, Frankfurt am Main
(im Folgenden auch „Fahrenheit AcquiCo"),

und die

va-Q-tec AG, Würzburg
(im Folgenden auch „VQT AG" oder „Gesellschaft"),

beabsichtigen den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Der Vertrag ist nach § 293b AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Das Landgericht Nürnberg-Fürth hat uns auf gemeinsamen Antrag der beiden Vertragsparteien ausgewählt und mit Beschluss vom 17. Februar 2023 (Anlage 1) bzw. dem Änderungsbeschluss vom 23. Februar 2023 (Anlage 2) gemäß § 293c AktG zum sachverständigen Vertragsprüfer bestellt.

Wir bestätigen, dass wir bei unserer Prüfung die nach § 321 Abs. 4a HGB anwendbaren Vorschriften zur Unabhängigkeit analog beachtet haben.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" in der Fassung vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1 i.d.F. 2008) beachtet. Ferner haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion" beachtet.

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts und der Ableitung von Abfindung und Ausgleichszahlung haben sich die Geschäftsführung der Fahrenheit AcquiCo sowie der Vorstand der VQT AG gemeinsam der sachverständigen Unterstützung durch die Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden „EY" oder „Bewertungsgutachterin") bedient, die hierzu eine Gutachtliche Stellungnahme abgegeben hat. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns vom Vorstand der VQT AG bzw. den von ihm benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns von der Geschäftsführung der Fahrenheit AcquiCo und dem Vorstand der VQT AG jeweils in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung in der Zeit vom 1. März 2023 bis zum 14. Juli 2023 in den Geschäftsräumen der VQT AG in Würzburg sowie in unserem Büro in Köln durchgeführt. Dabei haben wir unsere Prüfungstätigkeit zwar zeitlich parallel zu den Arbeiten der Bewertungsgutachterin durchgeführt, jedoch haben wir nachfolgend die Zwischenergebnisse zur Bewertung und zur Vorbereitung des gemeinsamen Berichts geprüft und unser Prüfungsurteil unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.

Insbesondere fanden folgende Besprechungen mit der Bewertungsgutachterin bzw. Vertretern der VQT AG statt:

Datum	Teilnehmer	Inhalt	Ort
1. März 2023	EY, Ebner Stolz	Kick-Off	Telefon-/Videokonferenz
2. März 2023	VQT AG, Ebner Stolz	Vor-Ort-Besichtigung bei der VQT AG	Würzburg
14. März 2023	EY, Ebner Stolz	Herleitung Peer Group	Telefon-/Videokonferenz
20. März 2023	VQT AG, EY, Ebner Stolz	Planungsgespräch Konzernebene	Telefon-/Videokonferenz
8. Mai 2023	VQT AG, EY, Ebner Stolz	Planungsgespräch TempChain	Telefon-/Videokonferenz
10. Mai 2023	VQT AG, EY, Ebner Stolz	Planungsgespräch TenEff	Telefon-/Videokonferenz
6. Juni 2023	VQT AG, EY, Ebner Stolz	Planungsgespräch TenEff	Telefon-/Videokonferenz
7. Juni 2023	VQT AG, EY, Ebner Stolz	Planungsgespräch Kosten und Investitionen	Telefon-/Videokonferenz
12. Juni 2023	VQT AG, EY, Ebner Stolz	Planungsgespräch TempChain	Telefon-/Videokonferenz
28. Juni 2023	VQT AG, EY, Ebner Stolz	Planungsgespräch Klärung von Rückfragen zur Unternehmensplanung	Telefon-/Videokonferenz

Darüber hinaus fanden während des gesamten Zeitraums unserer Prüfungsarbeiten weitere Besprechungen und Telefonate auf Arbeitsebene zu verschiedenen bewertungsrelevanten Themenkomplexen statt.

Die Vertragsprüfung wurde im Wesentlichen durch die beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch einen in Planungs- und Bewertungsfragen erfahrenen Senior Manager und zwei Senior Consultants unterstützt.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und der voraussichtlichen Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der VQT AG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag am 29. August 2023 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der VQT AG ergeben, sind diese bei der Bemessung von Ausgleichszahlung und Abfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahresabschlüsse, die Lageberichte, die Konzernabschlüsse, die Konzernlageberichte oder auf die Geschäftsführung der VQT AG bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 293b AktG. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse (nach HGB) und der Konzernabschlüsse (nach IFRS) der VQT AG mit den maßgebenden gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Nürnberg („Rödl & Partner") bestätigt worden.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind die Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich, die diesem Bericht als Anlage 3 beigefügt sind. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln, ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbegrenzung durch § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB, unsere Verantwortlichkeit auch im Verhältnis zu Dritten.

Dieser Prüfungsbericht dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage für die am Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags beteiligten Unternehmen und deren Berater und Rechtsanwälte sowie für das uns bestellende Gericht. Darüber hinaus darf der Bericht den außenstehenden Aktionären der VQT AG in Kopie zur Verfügung gestellt und zu diesem Zweck auch auf der Website der VQT AG veröffentlicht werden. Für andere Zwecke darf der Prüfungsbericht nicht verwendet werden.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Gemeinsamer Bericht der Geschäftsführung der Fahrenheit AcquiCo GmbH, Frankfurt am Main, und des Vorstands der va-Q-tec AG, Würzburg, gemäß § 293a AktG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Fahrenheit AcquiCo GmbH, Frankfurt am Main, und der va-Q-tec AG, Würzburg, (im Folgenden „Vertragsbericht") vom 7. Juli 2023,
- Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Fahrenheit AcquiCo GmbH und der va-Q-tec AG vom 30. Juni 2023,
- Beschlüsse des Landgerichts Nürnberg zur Bestellung der Ebner Stolz GmbH & Co. KG zum Vertragsprüfer hinsichtlich der Angemessenheit der Abfindung und Ausgleichszahlung vom 17. Februar 2023 (Anlage 1) und vom 23. Februar 2023 (Anlage 2),
- Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der va-Q-tec AG, Würzburg, im Zusammenhang mit dem geplanten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zum 13. Juli 2023 von EY (einschließlich vorangegangener Entwürfe in deutscher Sprache), als Anlage 3 zum Gemeinsamen Vertragsbericht,
- Handelsregisterauszüge der va-Q-tec AG (HRB 7368) des Amtsgerichts Würzburg und ausgewählter Tochtergesellschaften,
- Satzung der va-Q-tec AG vom 10. Juli 2023,
- Protokolle der Hauptversammlungen der va-Q-tec AG für das Jahr 2022,
- Aufsichtsratsprotokolle der va-Q-tec AG vom 26. März 2021 bis zum 27. April 2023, sowie der das Protokell der Aufsichtsratssitzung vom 14. Juni 2023,
- Managementpräsentationen der va-Q-tec AG hinsichtlich Unternehmensprofil und Angebotsportfolio,
- Fairness Opinion Letter der va-Q-tec AG von der ParkView Partners GmbH, Frankfurt am Main vom 23. Januar 2023,
- Informationen zu den steuerlichen Ergebnissen, steuerlichen Verlustvorträgen und sonstigen Aspekten zur steuerlichen Situation der va-Q-tec AG,
- Prüfungsberichte zu den Konzernabschlüssen der va-Q-tec AG, erstellt von der Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, zum 31. Dezember 2020, 2021 und 2022,
- Financial Fact Book, Business Plan Addendum und Tax Fact Book der va-Q-tec AG von der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vom 17. Oktober 2022,
- Ist-Daten der Einzelgesellschaften der va-Q-tec AG der Jahre 2021 und 2022,
- Ist-Daten zu Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen der va-Q-tec AG, einschließlich ihrer Tochtergesellschaften für das erste Quartal 2023,
- Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2023 bis 2026 der va-Q-tec AG, verabschiedet in der Vorstandssitzung vom 2. Februar 2023 und der Aufsichtsratssitzung vom 5. Februar 2023,
- Anleihevertrag der va-Q-tec AG vom 17. November 2020 und Nachtrag zum Anleihevertrag vom 17. November 2020,
- Bewertungsunterlagen von EY,
- Öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 293b AktG

2.1. Gegenstand der Prüfung

Gegenstand der Prüfung ist gemäß § 293b AktG der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag oder sein Entwurf. Dieser Vertrag (bzw. sein Entwurf) ist auf Vollständigkeit und Richtigkeit der darin enthaltenen Angaben und insbesondere darauf, ob die vorgeschlagene Garantiedividende bzw. Ausgleichszahlung (zusammen „**Ausgleich**") und die vorgeschlagene Barabfindung angemessen sind, zu prüfen. Zur sprachlichen Vereinfachung werden die Begriffe Ausgleichszahlung und Ausgleich synonym verwendet.

2.2. Gemeinsamer Bericht über den Unternehmensvertrag

Die gesetzlichen Vertreter jeder der an dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag beteiligten Gesellschaften haben gemäß § 293a AktG einen ausführlichen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem der Abschluss des Vertrags, der Vertrag im Einzelnen und insbesondere Art und Höhe des Ausgleichs nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG rechtlich und wirtschaftlich erläutert sowie begründet werden. Der Vorstand der VQT AG hat daher gemeinsam mit der Geschäftsführung der Fahrenheit AcquiCo einen Bericht über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der VQT AG und der Fahrenheit AcquiCo erstattet. Auf besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragsschließenden Unternehmen sowie auf die Folgen für die Beteiligung der Aktionäre ist hinzuweisen.

Wir haben im Rahmen unserer Tätigkeit die in dem gemeinsamen Vertragsbericht einschließlich dem als Anlage enthaltenen Bewertungsgutachten und - zeitlich vorgelagert - in den Berichts- und Gutachtenentwürfen enthaltenen Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswertes der VQT AG sowie die darauf aufbauende Ableitung der Ausgleichszahlung und der Abfindung geprüft. Die Prüfung der Vollständigkeit und Richtigkeit des gemeinsamen Berichts sowie die Zweckmäßigkeit des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags waren nicht Gegenstand unseres Prüfungsauftrages.

2.3. Prüfungsbericht

Als Prüfer berichten wir gemäß § 293e AktG schriftlich über das Ergebnis unserer nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung.

Schwerpunkt der Vertragsprüfung ist die Beurteilung des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung. Der Vertragsprüfer hat hierbei zu prüfen, ob die von den gesetzlichen Vertretern angewandten Methoden zur Ermittlung von Ausgleich und Abfindung angemessen sind. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung ist insbesondere zu untersuchen, ob die zur Ermittlung von Ausgleich oder Abfindung durchgeführte Unternehmensbewertung den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entspricht, die zu Grunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet sind und die Zukunftseinschätzungen plausibel erscheinen. Sofern für die Abfindung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

§ 293e Abs. 1 Satz 3 AktG macht deutlich, dass ein Vertragsprüfer nicht etwa verpflichtet ist, die Unternehmensbewertung erneut selbstständig durchzuführen, sondern sich darauf beschränken kann, die Bewertung des Unternehmens, die dem Vorschlag für Art und Höhe der Abfindung zugrunde liegt, einschließlich des Bewertungsgutachtens auf dessen Plausibilität zu überprüfen (Koch, Aktiengesetz, 17. Aufl., 2023, § 293b, Tz. 6; Servatius, in: Grigoleit, Aktiengesetz, 2. Aufl. 2020, § 293b Tz. 6; OLG Stuttgart, 17. Oktober 2011, 20 W 7/11; LG München I, 28. August 2008, 5 HKO 2522/08).

Nach § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgeschlagene Ausgleich und die vorgeschlagene Barabfindung angemessen sind. Dabei ist anzugeben

1. nach welchen Methoden der Ausgleich und die Abfindung ermittelt worden sind,
2. aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist und
3. welcher Ausgleich und welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würden. Zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs oder der vorgeschlagenen Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

3. Prüfung der Vollständigkeit des Vertragsinhaltes

Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (im Folgenden auch „Vertrag") ergibt sich aus den §§ 291 ff. AktG. Die Prüfung der Vollständigkeit und Richtigkeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den Vertragsparteien, die Feststellung des Vertragsgegenstandes, den Beginn und die Dauer des Vertrags sowie die Vereinbarungen zu Ausgleichszahlung und Abfindung.

3.1. Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

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

3.2. Leitung

Gemäß § 1 Abs. 1 des Vertrags unterstellt die VQT AG ab dem Zeitpunkt, in dem der Vertrag gemäß § 7 Abs. 2 des Vertrags wirksam wird, die Leitung ihrer Gesellschaft der Fahrenheit AcquiCo.

Die Fahrenheit AcquiCo ist berechtigt, dem Vorstand der VQT AG innerhalb der gesetzlichen Grenzen hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen. Die Fahrenheit AcquiCo ist insbesondere auch berechtigt, Weisungen in Bezug auf die Aufstellung des Jahresabschlusses der VQT AG zu erteilen. Gleichzeitig ist der Vorstand der VQT AG verpflichtet, die Weisungen der Fahrenheit AcquiCo nach § 1 Abs. 1 des Vertrags in Übereinstimmung mit § 308 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung zu befolgen (§ 1 Abs. 2 des Vertrags). Die Fahrenheit AcquiCo kann dem Vorstand der VQT AG nicht die Weisung erteilen, den Vertrag zu ändern, aufrechtzuerhalten, oder zu beenden. Diese Regelungen entsprechen den Vorgaben der §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299 AktG (§ 1 Abs. 3 des Vertrags).

3.3. Gewinnabführung

Die VQT AG verpflichtet sich gemäß § 2 Abs. 1 des Vertrags, ihren ganzen Gewinn an die Fahrenheit AcquiCo abzuführen. Als Gewinn abzuführen ist demnach gemäß § 2 Abs. 1 des Vertrags und in Übereinstimmung mit der gesetzlichen Regelung des § 301 AktG in der jeweils geltenden Fassung, der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vorbehaltlich der Bildung und Auflösung von Rücklagen nach § 2 Abs. 2 des Vertrags, der nach § 301 AktG in seiner jeweils

gültigen Fassung zulässige Höchstbetrag. Die VQT AG kann mit Zustimmung der Fahrenheit AcquiCo Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, sofern dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist. Während der Vertragsdauer gebildete andere Gewinnrücklagen sind auf Verlangen der Fahrenheit AcquiCo aufzulösen und zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages zu verwenden oder als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn der Verpflichtung zur Gewinnabführung aus dem Vertrag stammt, dürfen weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden. Die Zustimmung bzw. das Verlangen der Fahrenheit AcquiCo bedürfen der Textform.

Die Gewinnabführungsverpflichtung besteht erstmals für den ganzen Gewinn des am 1. Januar 2025 beginnenden oder - sofern der Vertrag erst in einem späteren Geschäftsjahr wirksam wird - desjenigen späteren Geschäftsjahres von VQT AG, in dem der Vertrag nach § 7 Abs. 2 des Vertrags wirksam wird (§ 2 Abs. 2 des Vertrags). Nach § 2 Abs. 4 des Vertrags wird die Verpflichtung zur Gewinnabführung jeweils mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr von der VQT AG fällig.

Mit diesen Regelungen sind die gesetzlichen Anforderungen im Sinne der §§ 291 Abs. 1 Satz 1 und 301 i.V.m. 300 Nr. 1 AktG erfüllt.

Hinsichtlich der unterschiedlichen Entstehungszeitpunkte von Gewinnabführungsanspruch und Ausgleichsanspruch hat der BGH festgestellt, dass eine Gleichbehandlung von außenstehenden Aktionären, deren Ausgleichsanspruch hier nach § 4 des Vertrags fällig wird, mit dem herrschenden Unternehmen weder möglich noch notwendig sei (BGH, 19. April 2011, II ZR 237/09).

3.4. Verlustübernahme (§ 302 AktG)

Nach § 3 Abs. 1 des Vertrags verpflichtet sich die Fahrenheit AcquiCo gemäß den Vorschriften des § 302 Abs. 1 AktG in der jeweils gültigen Fassung zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags. Die Bestimmungen des § 302 AktG sind in ihrer Gesamtheit und in ihrer jeweils gültigen Fassung anzuwenden.

Diese Regelung entspricht daher mit ihrem dynamischen Verweis vollumfänglich den Anforderungen des gesamten § 302 AktG.

Nach § 3 Abs. 2 des Vertrags besteht die Verpflichtung zum Verlustausgleich erstmals für das Geschäftsjahr von VQT AG, in dem der Vertrag nach § 7 Abs. 2 des Vertrags wirksam wird. Inhaltlich entspricht dies den gesetzlichen Vorgaben und der Rechtsprechung.

Gemäß § 3 Abs. 3 des Vertrags wird die Verpflichtung zum Verlustausgleich jeweils am Ende des betreffenden Geschäftsjahres der VQT AG fällig. Endet der Vertrag während eines Geschäftsjahres von der VQT AG, wird die Verpflichtung zum Verlustausgleich für dieses Geschäftsjahr mit Beendigung des Vertrags fällig. Ein Überschuss oder ein Fehlbetrag ist durch eine Zwischenbilanz zu ermitteln (Koch, AktG, 17. Aufl., 2023, § 302, Tz. 11).

3.5. Garantiedividende und Ausgleichszahlung (§ 304 AktG)

Die Fahrenheit AcquiCo garantiert den außenstehenden Aktionären der VQT AG für das am 1. Januar 2024 beginnende Geschäftsjahr von VQT AG, die Zahlung eines bestimmten Gewinnanteils gemäß § 4 Abs. 3 des Vertrags („Garantiedividende"). Soweit die für das Geschäftsjahr 2024 von VQT AG gezahlte Dividende (einschließlich eventueller Abschlagszahlungen, jedoch vor Abzug etwaiger Quellensteuern) je auf den Namen lautende Stückaktie von der VQT AG hinter dieser Garantiedividende zurückbleibt, wird die Fahrenheit AcquiCo jedem außenstehenden Aktionär der VQT AG den entsprechenden Differenzbetrag je VQT AG-Aktie zahlen.

Gemäß § 4 Abs. 2 des Vertrags verpflichtet sich die Fahrenheit AcquiCo ferner, den außenstehenden Aktionären der VQT AG für die Dauer des Vertrags ab dem Geschäftsjahr, in dem der Anspruch auf Gewinnabführung wirksam wird, d.h. aller Voraussicht nach ab dem Geschäftsjahr 2025 (§ 2 Abs. 3 des Vertrags), eine wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) zu zahlen.

Die Garantiedividende und die Ausgleichszahlung (zusammen der „Ausgleich") betragen für jedes volle Geschäftsjahr der VQT AG je Aktie der VQT AG brutto EUR 1,18, abzüglich eines etwaigen Betrages für Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz. Zum Zeitpunkt des Abschlusses des Vertrags ergibt sich eine Netto-Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 1,16 je VQT AG-Aktie für ein volles Geschäftsjahr der VQT AG. Klarstellend wird in § 4 Abs. 4 des Vertrags darauf hingewiesen, dass soweit gesetzlich vorgeschrieben, anfallende Quellensteuern von der Garantiezahlung bzw. der Ausgleichszahlung einbehalten werden.

Die Garantiezahlung bzw. die Ausgleichszahlung ist nach § 4 Abs. 5 des Vertrags am dritten Geschäftstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der VQT AG für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr fällig. Die Ausgleichszahlung ist jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres fällig.

Der BGH hat in seiner Leitsatzentscheidung vom 19. April 2011 (II ZR 237/09) ausdrücklich festgestellt, dass der Ausgleichsanspruch jedes Jahr mit dem Ende der auf ein Geschäftsjahr folgenden ordentlichen Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft neu entsteht, wenn wie hier keine abweichende Regelung im Vertrag vorgesehen ist (gl. A. OLG Stuttgart, 3. April 2012, 20 W 6/09).

Die Gewährung des festen Ausgleichs entspricht der gesetzlichen Regelung in § 304 Abs. 1 Satz 1 und 2 AktG.

Bezüglich der Ermittlung der Höhe des Ausgleichs wird auf Abschnitt 7.2. dieses Prüfungsberichts verwiesen.

Die Ausgleichszahlung wird erstmals für das gesamte Geschäftsjahr gewährt, für das der Anspruch auf Gewinnabführung wirksam wird. Dies ist, bei unterstelltem Wirksamwerden des Vertrags durch Eintragung in das Handelsregister im Kalenderjahr 2023, ab dem Geschäftsjahr 2025 der VQT AG der Fall. Erstmals erfolgt die Zahlung nach der ordentlichen Hauptversammlung der VQT AG im darauffolgenden Geschäftsjahr.

Falls der Vertrag während eines Geschäftsjahres der VQT AG endet oder die VQT AG während des Zeitraums, für den die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht, ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich die Ausgleichszahlung für das betroffene Geschäftsjahr zeitanteilig (§ 4 Abs. 6 des Vertrags).

Der Vertrag enthält keine Regelung bezüglich eines möglichen zeitanteiligen Ausgleichs, wenn während eines Geschäftsjahres z. B. ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre wirksam wird. Hinsichtlich des aktienrechtlichen Squeeze out-Verfahrens hat der BGH hierzu klarstellend festgestellt, dass kein zeitanteiliger Anspruch auf Zahlung des Ausgleichs besteht (BGH, 19. April 2011, II ZR 237/09). Durch die Übertragung der Aktien endet der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag auch nicht (OLG Stuttgart, 3. April 2012, 20 W 6/09). Mangels vertraglicher oder gesetzlicher Regelung ist daher im Falle eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre kein zeitanteiliger Ausgleich zu zahlen.

§ 4 Abs. 7 des Vertrags regelt, dass im Falle einer Erhöhung des Grundkapitals der VQT AG aus Gesellschaftsmitteln durch Ausgabe neuer Aktien der Ausgleich pro Aktie in dem Maße vermindert wird, dass der Gesamtbetrag des Ausgleichs unverändert bleibt. Nach herrschender Ansicht tritt diese Verminderung auch ohne ausdrückliche vertragliche Regelung bereits auf gesetzlicher Grundlage ein. Im Falle einer Kapitalerhöhung durch Bar- und/oder Sacheinlagen der Aktionäre gelten die Rechte aus § 4 des Vertrags auch für die von außenstehenden Aktionären erworbenen Aktien aus dieser Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung aus den neuen Aktien gemäß § 4 des Vertrags ergibt sich aus der von VQT AG bei Ausgabe der neuen Aktien festgesetzten Gewinnanteilsberechtigung.

§ 4 Abs. 8 des Vertrags entspricht dahingehend der gesetzlichen Regelung in § 13 Spruchverfahrensgesetz, wonach die Entscheidung des Spruchverfahrens für und gegen alle wirkt, einschließlich derjenigen Anteilsinhaber, die bereits gegen die ursprüngliche Abfindung aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag oder sonstige Abfindungen aus dem betroffenen Rechtsträger ausgeschieden sind. Über die gesetzliche Regelung des § 13 Spruchverfahrensgesetz hinaus werden ebenso alle übrigen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich die Fahrenheit AcquiCo in einem gerichtlich protokollierten oder gemäß § 11 Abs. 4 SpruchG gerichtlich festgestellten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens zu einer höheren Ausgleichszahlung verpflichtet.

3.6. Abfindung (§ 305 AktG)

Nach § 5 Abs. 1 des Vertrags verpflichtet sich die Fahrenheit AcquiCo, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der VQT AG dessen Aktien gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von EUR 21,80 je VQT AG-Aktie zu erwerben.

Die Wahl der Abfindungsart erfolgt auf Grundlage des § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG und steht daher im Einklang mit der gesetzlichen Vorschrift des § 305 AktG.

Gemäß § 5 Abs. 2 des Vertrags ist die Verpflichtung zum Erwerb der Aktien befristet; die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags in das Handelsregister der VQT AG nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung des angemessenen Ausgleichs oder der angemessenen Abfindung durch das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht bleibt unberührt. Diese Regelung entspricht den Anforderungen in § 305 Abs. 4 Satz 2 AktG. Aufgrund gesetzlicher und entsprechender vertraglicher Regelung tritt an die Stelle dieser Bekanntmachung die Bekanntmachung der gerichtlichen Entscheidung im Bundesanzeiger, wenn die Bestimmung der Ausgleichszahlung und/oder der Abfindung im Spruchverfahren beantragt worden ist (§ 305 Abs. 4 Satz 3 AktG).

Falls bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 2 des Vertrags genannten Frist das Grundkapital der VQT AG aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich ab diesem Zeitpunkt die Abfindung je Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der VQT AG durch Kapitalerhöhung gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus § 5 des Vertrags auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung (§ 5 Abs. 3 des Vertrags).

Eine Verzinsung ist im Vertrag nicht geregelt. Demnach gilt die gesetzliche Regelung, wonach die Abfindung nach Ablauf des Tages, an dem der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wirksam geworden ist, mit jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen ist und die Geltendmachung eines weiteren Schadens nicht ausgeschlossen ist (§ 305 Abs. 3 S. 3 AktG).

§ 5 Abs. 4 des Vertrags regelt die Modalitäten zur Übertragung von VQT AG-Aktien gegen Abfindung. Gesetzliche Vorgaben bestehen hier nicht.

Im Falle eines Spruchverfahrens, in dem durch ein Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festgesetzt wird, können nach § 5 Abs. 5 des Vertrags auch die bereits abgefundenen außenstehenden Aktionäre eine entsprechende Ergänzung ihrer Abfindung verlangen. Ebenso werden alle anderen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, einschließlich der bereits nach Maßgabe von § 5 des Vertrags abgefundenen außenstehenden Aktionäre, wenn sich die Fahrenheit AcquiCo in einem gerichtlich protokollierten oder gemäß § 11 Abs. 4 SpruchG gerichtlich festgestellten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens zu einer höheren Abfindung verpflichtet (§ 5 Abs. 5 des Vertrags).

In § 5 Abs. 6 des Vertrags ist geregelt, dass im Falle der Vertragskündigung zu einem Zeitpunkt nach Ablauf der in § 5 Abs. 1 oder Abs. 2 des Vertrags genannten Fristen, jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär von VQT AG das Recht hat, seine VQT AG-Aktien, die er in diesem Zeitpunkt hält, der Fahrenheit AcquiCo gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 des Vertrags anzubieten. Die Fahrenheit AcquiCo ist dann verpflichtet, die von dem außenstehenden Aktionär angebotenen VQT AG-Aktien gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 des Vertrags zu erwerben. Falls die in § 5 Abs. 1 des Vertrags genannte Abfindung durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder durch einen gerichtlich protokollierten oder gemäß § 11 Abs. 4 SpruchG gerichtlich festgestellten Vergleich erhöht wird, wird die Fahrenheit AcquiCo die VQT AG-Aktien für die erhöhte Abfindung erwerben. Ferner regelt § 5 Abs. 6 des Vertrags die Andienungsfrist, da das zuvor dargestellte Recht befristet ist. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung des Vertrags im Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Darüber hinaus sind in § 5 Abs. 6 des Vertrags die Modalitäten zur Einlieferung und Übertragung geregelt sowie Details zur Verzinsung.

3.7. Dauer und Beendigung des Vertrags

In § 7 Abs. 1 des Vertrags ist geregelt, dass der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung der VQT AG sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Fahrenheit AcquiCo bedarf. Der Vertrag wird mit Eintragung in das Handelsregister der VQT AG wirksam, frühestens jedoch mit Beginn des am 1. Januar 2024 beginnenden Geschäftsjahres von

VQT AG (§ 7 Abs. 2 des Vertrags). Der Vertrag gilt bezüglich der Verpflichtung zur Gewinnabführung nach § 2 des Vertrags ab dem Beginn des am 1. Januar 2025 beginnenden Geschäftsjahres der VQT AG bzw. rückwirkend ab dem Beginn eines späteren Geschäftsjahres, in dem dieser Vertrag wirksam wird. Der Vertrag gilt bezüglich der Verpflichtung zur Verlustübernahme ab dem Beginn des Geschäftsjahres, in dem dieser Vertrag gemäß § 7 Abs. 2 des Vertrags wirksam wird.

Nach § 7 Abs. 5 des Vertrags kann Fahrenheit AcquiCo den Vertrag jederzeit ordentlich mit einer Frist von sechs Monaten zum Ende eines Geschäftsjahres der VQT AG kündigen, frühestens jedoch zum Ende einer Mindestlaufzeit (Feste Mindestlaufzeit). Diese feste Mindestlaufzeit endet mit Ablauf desjenigen Geschäftsjahres von VQT AG, nach dessen Ablauf die in § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 KStG in der für den betreffenden Zeitraum jeweils maßgeblichen Fassung für die Anerkennung einer körperschaftsteuerlichen und gewerbesteuerlichen Organschaft vorgeschriebene steuerliche Mindestlaufzeit eines Gewinnabführungsvertrags erfüllt ist, frühestens aber fünf volle Zeitjahre, für das erstmals die Gewinnabführungsverpflichtung gemäß § 2 des Vertrags gilt. Das ordentliche Kündigungsrecht von VQT AG ist ausgeschlossen.

§ 8 des Vertrags enthält verschiedene Schlussbestimmungen.

3.8. Fazit

Als Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag die in den §§ 291 ff. AktG vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.

4. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode

4.1. Allgemeines

Grundlage für die Festlegung von Ausgleich und Abfindung sind die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung, soweit nicht für den Ausgleich und die Abfindung unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung der höhere Börsenkurs maßgeblich ist. Der Vertragsbericht enthält in Abschnitt 10. Die Ausführungen zur Festlegung und Begründung der angemessenen Abfindung und des Ausgleichs.

In der Gutachtlichen Stellungnahme, die als Anlage 5 dem Vertragsbericht beigefügt ist, wird ausgeführt, dass die Bewertungsgrundsätze angewandt worden sind, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e. V. („IDW"), insbesondere in dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008), gefunden haben. Zur Ableitung der rechnerischen Barabfindung wurde die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren vorgenommen. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der VQT AG hat die Bewertungsgutachterin den Unternehmenswert auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und von der Rechtsprechung ganz überwiegend anerkannten Ertragswertmethode ermittelt. Hiernach hat die Bewertungsgutachterin den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die vorliegende Bewertung folgt, sind Ausgleich und Abfindung aus objektivierten Unternehmenswerten abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts ergibt. Im Falle gesellschaftsrechtlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe erfolgt die Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 31). Aufgrund dieser Bewertungsperspektive wird der objektivierte Unternehmenswert im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen nach persönlicher Ertragsteuer ermittelt.

Wie nachfolgend im Einzelnen ausgeführt wird, halten wir die im gemeinsamen Bericht enthaltenen Darlegungen und Ausführungen zur angewandten Bewertungsmethode sowie zur Entscheidung über die Höhe von Ausgleich und Abfindung für zutreffend.

4.2. Ertragswert

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Dieser Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der frei verfügbaren finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können. Hinzu kommt gegebenenfalls der Liquidationswert nicht betriebsnotwendiger (neutraler) Vermögensteile. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert.

Der Barwert der künftigen Überschüsse bildet somit den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Nach IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 7, kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert der VQT AG von der Bewertungsgutachterin EY nach dem im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen in Deutschland am meisten verbreiteten und von der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt. Bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung und des Risikogehalts der Tax Shields sowie bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur, führen beide Verfahren zu vergleichbaren Unternehmenswerten (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101).

Trotz der generellen Verbreitung des Ertragswertverfahrens ist darauf hinzuweisen, dass dieses Verfahren mit Unsicherheiten verbunden ist. Deshalb kann auch die vorliegende Unternehmensbewertung durch die Bewertungsgutachterin nicht einen mathematisch exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag ermitteln (BGH, 23. Februar 2023, II ZB 12/21; BverfG, 24. Mai 2012,1 BvR 3221/10; BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14/14; OLG München, 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06). Die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen sind jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich (OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16; OLG Stuttgart, 17. Oktober 2011, 20 W 7/11).

Die Bewertung der VQT AG wurde von der Bewertungsgutachterin entsprechend der herrschenden Meinung in der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis auf „**Stand-Alone-Basis**" vorgenommen (OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16; OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11; OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10; Popp, AG 2010, S. 1, 2; van Rossum, in: Münchener Komm. Zum AktG, 5. Aufl., 2020, § 305 Tz. 171; Koch, AktG, 17. Aufl., 2023, § 305 Tz. 33; krit.: Krieger, in: Münch. Hdb. AG, 5. Aufl., 2020, § 71, Tz. 135; Koch, Aktiengesetz, 16. Aufl., 2022, § 305, Tz. 33). Demzufolge sind bei der Bewertung keine Effekte zu berücksichtigen, die sich erst durch die Durchführung der Strukturmaßnahme selbst ergeben. Der Anspruch auf angemessene Barabfindung gewährt kein Recht auf die Beteiligung an Vorteilen, die sich ohne die Maßnahme gar nicht ergeben hätten (LG Stuttgart, 17. September 2018, 31 O 1/15).

Im Hinblick auf die Betrachtung möglicher Synergieeffekte wird in der Rechtsprechung und in IDW S 1 i.d.F. 2008 zwischen echten und unechten Synergieeffekten unterschieden (ausführlich Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.25 ff.). Die übergeordnete Zielsetzung, den Minderheitsaktionären das Ausscheiden ohne wirtschaftliche Nachteile zu ermöglichen, führt dazu, dass solche Synergieeffekte, die bei der zu bewertenden Gesellschaft in Folge der Konzernierungsmaßnahme eintreten, außer Betracht bleiben müssen (BGH, 4. März 1998, II ZB 5/97). Der Einbezug echter Synergien, derentwegen üblicherweise Strukturmaßnahmen gerade durchgeführt werden, ist rechtlich nicht geboten und im Rahmen der objektivierten Bewertung nach ganz h.M. in der Rechtsprechung nicht angezeigt (OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15).

Echte Synergieeffekte ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme (hier: Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag). Anders gewendet lassen sich echte Synergieeffekte ohne die Durchführung der Strukturmaßnahme - mithin den Bewertungsanlass - nicht realisieren.

Sogenannte **unechte Synergieeffekte** sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen (WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120). Das OLG München betont dabei zu Recht, dass nur hypothetisch mögliche, fiktive Entwicklungen keine hinreichende Grundlage für eine Prognose der künftigen Erträge des zu bewertenden Unternehmens sind (31. März 2008, 31 Wx 88/06). Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34). Dies gilt jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15; OLG Düsseldorf, 10. März 2016, 26 W 14/13).

Zur Konkretisierung bietet es sich im Kontext von Unternehmensverträgen an, zwischen vorvertraglichen und vertraglichen Synergien zu unterscheiden. **Vorvertragliche Synergien** sind solche, die schon im faktischen Konzernverhältnis (§ 311 ff. AktG) auch ohne Unternehmensvertrag erreicht werden können (d.h. unechte bzw. unabhängig von der betreffenden Strukturmaßnahme stehende Synergien: LG Stuttgart, 17. September 2018, 31 O 1/15). Dem gegenüber setzen die **vertraglichen Synergien** weitere Eingriffsmaßnahmen voraus, die nur aufgrund eines Beherrschungsvertrags dargestellt werden können (Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.28).

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Synergiethematik mit dem Vorstand der VQT AG erörtert. Nach den uns erteilten Auskünften und den bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen bilden die aktuelle Struktur der VQT AG sowie die Planungsrechnung alle aus der Perspektive des Bewertungsstichtages hinreichend konkretisierten (unechten) Synergieeffekte ab, die ohne Durchführung der hier der Bewertung zu Grunde liegenden Maßnahme (Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag) zu erwarten sind. Die erst durch den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags realisierbaren Synergien sind nicht in der Planungsrechnung enthalten.

Eine integrierte Unternehmensplanung umfasst die geplante Investitions-, Ausschüttungs-, Thesaurierungs- und Finanzierungspolitik. Ergibt sich aus dem integrierten Planungsmodell temporär nach Ausnutzung der geplanten Fremdfinanzierung ein Kapitalbedarf, so kann dieser durch die Nichtausschüttung von Gewinnen finanziert werden. Diese Form der Innenfinanzierung in der Detailplanungsphase (sogenannte **Ist-Thesaurierung**) kann zur Tilgung von Verbindlichkeiten oder zur Verwendung für operativ notwendige Investitionen herangezogen werden. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 35, ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Das Ausschüttungsvolumen wird hierbei im sogenannten **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. Im Rahmen der Fortführungsphase (sogenannte ewige Rente) ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollauskehrung (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) der finanziellen Überschüsse unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich die in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesenen Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickeln (WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455). Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen Teile des nachhaltigen Ergebnisses definitiv einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad realisiert werden kann - sogenannte **Wachstumsthesaurierung** (OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15; Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.56).

Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für die einbehaltenen Beträge üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage (IDW S. 1 i.d.F. 2008, Tz. 37) getroffen. Damit können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden und bilden den sogenannten **Wertbeitrag aus Thesaurierungen**. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen, die den Wert des Unternehmens erhöhen. Aus Sicht der typisierten Anteilseigner wird durch die fiktive unmittelbare Zurechnung in steuerlicher Hinsicht ein Veräußerungsgewinn unterstellt, der unter Bewertungsaspekten einer niedrigeren effektiven Belastung mit persönlichen Ertragsteuern unterliegt. Des Weiteren sind sogenannte **inflationsbedingte Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen zu berücksichtigen (Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2019, S. 1425, 1437 ff.; Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.).

Da die Ermittlung des Unternehmenswerts aus der Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, sind die Steuerbelastungen der Anteilseigner auf die Dividenden sowie die Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen.

Der Zukunftserfolgswert wird durch die mit dem Kapitalisierungszins abgezinsten Überschüsse ermittelt. Auch sind die steuerlichen Wirkungen auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Nach den berufsständischen Bewertungsgrundsätzen und unserer Auffassung ist als Alternativanlage auf die Rendite eines Aktienportfolios abzustellen und die durchschnittlich auf solche Renditen entfallende Steuerbelastung zu ermitteln (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 93).

Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile, die einzeln veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren (funktionales Abgrenzungskriterium), werden mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie den steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene berücksichtigt. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 61). Weder die früher diskutierte Verwendungsmöglichkeit eines einmaligen steuerfreien Aktienrückkaufs noch die kapitalwertneutrale Wiederanlage zur Auskehrung des Liquidationserlöses an die Anteilseigner (Wagner et al., WPg 2006, S. 1005, 1022) sind im heutigen und für die VQT AG relevanten Abgeltungssteuersystem einkommensteuerfrei möglich. Wird von einer Ausschüttung der erzielten Erlöse oder nicht betriebsnotwendiger Liquidität ausgegangen, erfordert dies in der Regel die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner (OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.156; Popp, Der Konzern 2020, S. 177, 179 m.w.N.), wobei allerdings auch die Inanspruchnahme eines möglicherweise vorhandenen steuerlichen Einlagekontos nach § 27 Abs. 1 Satz 3 KStG zu prüfen ist.

4.3. Liquidationswert

Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5).

Nach der Rechtsprechung soll es auf den Liquidationswert allenfalls dann ankommen, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind (BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16; OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13; OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07;OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08) oder die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen oder die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht vertretbar erscheint (OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18; OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16). Die Abwägung speziell der aktienrechtlichen Spruchverfahrensentscheidungen, wonach nicht stets der Liquidationswert als Untergrenze anzusehen ist, resultiert nicht zuletzt daraus, dass ihn die abzufindenden Minderheitsaktionäre nicht realisieren können (vgl. OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15).

Die neuere Rechtsprechung differenziert jedoch nicht nur danach, ob die Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, sondern unterscheidet auch nach den Gründen und den Umständen der Fortführung gegebenenfalls unrentabler Unternehmen. Sofern ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung besteht (OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07), scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus. Beides ist im vorliegenden Fall nicht zu erkennen.

In der Fallkonstellation, dass der Liquidationswert den Fortführungswert übersteigt, bildet nach Auffassung des IDW der Liquidationswert grundsätzlich die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 140). Diese Fallkonstellation kann insbesondere bei schlechter Ergebnislage eintreten. Die WPH Edition führt hierzu aus: „Wird eine optimale Unternehmenspolitik unterstellt, müsste ein Unternehmen immer dann liquidiert werden, wenn der Fortführungswert niedriger als der Liquidationswert ist, wenn also durch die Liquidation (und anschließende anderweitige Investition) ein höherer finanzieller Überschuss als bei Unternehmensfortführung mit der tatsächlich geplanten Unternehmenspolitik erzielt werden könnte. Wenn dennoch in der Realität Unternehmen mit einem Liquidationswert über dem Fortführungswert fortgeführt werden, so kann dies damit erklärt werden, dass subjektive, ggf. auch nicht finanzielle Wertvorstellungen der Unternehmenseigner in den Vordergrund treten oder das Management des Unternehmens keine für die Anteilseigner optimale Unternehmenspolitik verfolgt." (WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 155).

Da von solchen nicht finanziellen Wertvorstellungen im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung zu abstrahieren ist, „darf nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs (z. B. infolge testamentarischer Auflage, öffentlich-rechtlicher Bindungen, öffentlichen Drucks) bei der Unternehmensbewertung der (niedrigere) Fortführungswert angesetzt werden. In allen anderen Fällen bildet dagegen der Liquidationswert die Wertuntergrenze der Unternehmensbewertung" (WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 156).

Da im vorliegenden Fall die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z. B. Sozialpläne, Entschädigungen, Kosten der Abwicklung) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, hat die Bewertungsgutachterin eine überschlägige Ableitung des Liquidationswerts vorgenommen. Die von der Bewertungsgutachterin erstellte überschlägige Liquidationswertermittlung haben wir geprüft.

Im Rahmen der überschlägigen Liquidationswertermittlung hat die Bewertungsgtuachterin auf eine Berücksichtigung von bei einer fiktiven Liquidation anfallenden Aufwendungen (z. B. Sozialplan- und Liquidationskosten) abgesehen. Im Ergebnis gelangt die Bewertungsgutachterin in der überschlägigen Liquidationswertermittlung zu einem unter dem Ertragswert liegenden Wert.

Wir haben die von der Bewertungsgutachterin erstellte überschlägige Ermittlung des Liquidationswertes analysiert und halten diese im Ergebnis für sachgerecht.

4.4. Substanzwert

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08; OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.162; Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 29; LG München, 14. Februar 2014, 5 HK O 16505/08). Auch bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen. Eine Ermittlung des Substanzwerts war daher nicht erforderlich.

4.5. Börsenkurs

Die Aktien der VQT AG sind seit dem 30. September 2016 unter der International Securities Identification Number („ISIN") DE0006636681 bzw. der Wertpapierkennnummer („WKN") 663668 im regulierten Markt der Wertpapierbörse Frankfurt am Main (Xetra) gelistet. Daher kommt eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage für die Festsetzung bzw. als Untergrenze der Abfindung bzw. der Ausgleichszahlung grundsätzlich in Betracht.

Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner DAT/ALTANA-Entscheidung vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94) die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben. Diese Grundsätze sind auf einen aktienrechtlichen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu übertragen (BGH, 19. Juli 2010, II ZR 18/09).

Betriebswirtschaftlich lässt sich der Börsenkurs als Untergrenze der Kompensation begründen. Für diese „Untergrenzenbestimmung" ist der mögliche Desinvestitionswert bzw. genauer der Desinvestitionspreis maßgeblich. Der Desinvestitionspreis ist der Preis, zu dem eine einzelne Aktie (nicht ein Aktienpaket oder gar das Unternehmen als Ganzes) unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme - tatsächlich und freiwillig - am Markt hätte veräußert werden können (vgl. ausführlich zur Bedeutung des Börsenkurses Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 240, 244 ff.; FAUB, WPg 2021, S. 958 ff.). Für die Prüfung der freiwilligen Veräußerbarkeit können die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung als Indiz herangezogen werden (OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17; OLG Frankfurt a.M., 28. März 2014, 21 W 15/11; LG Stuttgart, 8. Mai 2019, 31 O 25/13).

Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, gilt jedoch nicht uneingeschränkt. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist (Adolff/Häller, Börsenkurs und Unternehmensbewertung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 18.82 ff.).

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II ZR 18/09, „Stollwerck") ist ein der angemessenen Abfindung im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zugrunde zu legender Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu errechnen. Der BGH hat mit diesem Beschluss seine vorherige Rechtsprechung zum Ende des Referenzzeitraums unmittelbar vor der Hauptversammlung aufgegeben und sich der überwiegenden Auffassung im Schrifttum (vgl. für alle: Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 335 f.) und der Bewertungspraxis angeschlossen.

Der BGH hat im Beschluss vom 21. Februar 2023 (II ZB 12/21) bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs eines Unternehmens eine geeignete Methode sein kann, um die Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und die Abfindung nach § 305 AktG zu ermitteln.

Der Vorstand der VQT AG informierte die Aktionäre über eine Ad-hoc Mitteilung vom 9. Dezember 2022 über den voraussichtlichen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bzw. die Zusammenschlussvereinbarung mit der Fahrenheit AcquiCo GmbH. Zum Zeitpunkt, in dem die VQT AG mit der Fahrenheit AcquiCo die Verhandlungen über einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag aufnahm, wurden die Aktien der VQT AG somit noch an einem regulierten Börsenplatz weiter gehandelt.

4.6. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17; kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12; OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11; OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15). Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen (OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19). Die Bewertungsgutachterin hat ergänzend zu der vorgenommenen analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Analystenschätzungen (Börsen-Multiplikatoren) und tatsächlich erfolgten Transaktionen (Transaktions-Multiplikatoren) zur Plausibilisierung durchgeführt.

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Als Ergebnis dieser Plausibilisierungsüberlegungen ist festzuhalten, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abgeleitete, objektivierte Unternehmenswert für die VQT oberhalb der Marktbewertungen vergleichbarer Unternehmen bzw. historischer Transaktionen liegt.

4.7. Vorerwerbe durch die Fahrenheit AcquiCo

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Abfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren" Wert des Anteilseigentums in der Hand der außenstehenden Aktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben (BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568). Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme - wie z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebots - gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für

Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung (für alle: van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl., 2020, § 305, Tz. 91; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09).

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.) getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird. Die Irrelevanz von Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, wurde ausdrücklich vom BGH (19. Juli 2010, II ZR 18/09), dem OLG München (26. Juni 2018, 31 Wx 382/15), dem OLG Düsseldorf (22. März 2018, 26 W 20/14), dem OLG Stuttgart (4. Mai 2011, 20 W 11/08), dem OLG Frankfurt (24. November 2011, 21 W 7/11) sowie dem OLG Hamburg (8. Oktober 2018, 13 W 20/16); 27. März 2012, 13 W 20/09) nochmals festgehalten.

Das OLG Frankfurt hat jüngst klargestellt, dass Vorerwerbspreisen in der Regel für die Abfindungsbemessung keine Bedeutung zukomme. Allerdings stünde dieser Regelfall einer Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen als Marktpreise im Rahmen der Schätzung gem. § 287 ZPO im Einzelfall nicht entgegen. Dies gelte insbesondere dann, wenn ein „erhöhter" Preis (gemeint ist ein enthaltener Paketzuschlag) nicht festgestellt werden könne (OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Vorerwerbspreisen aus früheren Aktienkäufen keine Bewertungsrelevanz zukommt.

4.8. Methode zur Ermittlung der Abfindung

Gemäß § 305 AktG muss der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag die Verpflichtung des anderen Vertragsteils enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben.

Nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG muss die angemessene Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien berücksichtigen. Angemessen ist eine Abfindung zum vollen, wirklichen Wert des Anteils am Unternehmen. Der Ausscheidende soll das erhalten, was seine gesellschaftliche Beteiligung am inneren Wert des arbeitenden Unternehmens in seiner Gesamtheit wert ist (BVerfG vom 7. August 1962, 1 BvL 16/60 sowie BVerfG vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94).

Im vorliegenden Fall stützt sich die festgelegte Abfindung auf den aus dem Ertragswert unter Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens abgeleiteten Unternehmenswert. Die Ableitung der Abfindung erfolgte ausschließlich auf Basis der Ertragswertmethode im Konzept des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 i.d.F. 2008.

4.9. Methode zur Ermittlung der Ausgleichzahlung

Bezüglich der Höhe des Ausgleichs bestimmt § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG, dass als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern ist, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Den außenstehenden Aktionären soll dementsprechend grundsätzlich der Betrag als zukünftige durchschnittliche Gewinnbeteiligung zustehen, den sie erwarten könnten, wenn der Gewinnabführungsvertrag nicht abgeschlossen worden wäre. Entscheidend ist somit, was die Gesellschaft nachhaltig als Dividende ausschütten könnte.

Die Ableitung des gesetzlich vorgesehenen Durchschnittsbetrags erfolgt nach herrschender Meinung durch Verrentung des Unternehmenswerts. Aufgrund der in der Regel unbeschränkten Laufzeit der Unternehmensverträge kann dieser rechnerische Zusammenhang durch Umformung der allgemeinen Berechnungsformel für den Unternehmenswert als ewige Rente dargestellt werden.

$$UW = \frac{E}{i} \quad bzw. \quad E = UW * i$$

Für die Ermittlung des Ausgleichsbetrags (E) wurde zutreffend der für die Abfindung ermittelte Unternehmenswert (UW) durch Multiplikation mit einem Verrentungszinssatz (i) in eine Annuität umgerechnet.

4.10. Ergebnis

Zusammengefasst halten wir die hier angewendete Ertragswertmethode zur Bewertung des Unternehmens und der Ableitung der angebotenen Abfindung und des Ausgleichs für angemessen im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 AktG.

Andere Methoden waren nach unseren Prüfungsfeststellungen nicht anzuwenden und wurden auch nicht angewendet. Die Ermittlung des Unternehmenswertes der VQT AG zur Ermittlung von Ausgleich und Abfindung erfolgte ausschließlich auf Basis der Ertragswertmethode im Konzept des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 i.d.F. 2008.

Durch die ausschließliche Verwendung des Ertragswertes (unter Einbezug von nicht betriebsnotwendigem Vermögen) zur Ermittlung der Barabfindung sowie des Ausgleichs entfällt die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung halten wir die im Vertragsbericht enthaltenen Darlegungen und Ausführungen zu der angewandten Bewertungsmethode sowie zur Entscheidung über die Höhe des Ausgleichs und Abfindung für zutreffend.

5. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung

Die angemessene Barabfindung und der angemessene Ausgleich müssen die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung, die über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag entscheidet, berücksichtigen.

Der Unternehmensbewertung liegt die Unternehmensplanung der VQT AG für die Jahre 2023 bis 2026 zugrunde, die die konsolidierten Tochterunternehmen und assoziierten Unternehmen ebenfalls umfasst und somit dem Konsolidierungskreis der VQT AG entspricht. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planung auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5). Unsere Prüfungshandlungen haben wir dabei auf Vergangenheitsanalysen, Erläuterungen zur Planung durch das Management, Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie veröffentlichte markt- und wettbewerbsbezogene Informationen gestützt. Zur internen Plausibilisierung hat uns der Vorstand der VQT AG die Geschäftstätigkeit sowie die Grundlagen und Annahmen der Planungsrechnung ausführlich erläutert. Zur externen Plausibilisierung der Planung haben wir ferner diverse Kennzahlen ermittelt und Abgleiche mit Markt- und Wettbewerbsinformationen vorgenommen. Zu Einzelheiten verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen.

Für die Vergangenheitsanalysen standen uns im Wesentlichen die Berichte über die Prüfung des Konzernabschlusses der VQT AG für die Geschäftsjahre 2020, 2021 und 2022, die Einzelabschlüsse der VQT AG für die Geschäftsjahre 2020, 2021 und 2022 sowie Kontennachweise und Auswertungen des internen Controllings zur Ertragslage für das erste Quartal des Geschäftsjahres 2023 zur Verfügung. Wesentliche Einflussfaktoren der historischen Entwicklung wurden uns von den benannten Auskunftspersonen in Gesprächen ergänzend erläutert.

Da die VQT AG einen Konzernabschluss erstellt, der durch Rödl & Partner geprüft wird, hat die Bewertungsgutachterin den Unternehmenswert als Gesamtwert auf der Grundlage konsolidierter Ergebnisse abgeleitet.

Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir das von der Bewertungsgutachterin in elektronischer Form zur Verfügung gestellte Bewertungsmodell sowie die Gutachtliche Stellungnahme herangezogen. Bei der Beurteilung der methodischen Vorgehensweise haben wir geprüft, ob die Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 beachtet worden sind. Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand der Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie öffentlich zugänglicher Kapitalmarktdaten geprüft. Auf der Grundlage der Prüfungsberichte zu den Jahresabschlüssen und der

Befragung der uns benannten Auskunftspersonen haben wir untersucht, ob nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu erfassen ist.

Bei der Überprüfung der Ertragswertermittlung bzw. der Ermittlung der Ausgleichszahlung und der Barabfindungsbemessung haben wir folgende Prüfungsschwerpunkte festgelegt:

1. Vollständigkeit der Abbildung des Bewertungsobjekts,
2. Analyse der Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse,
3. Plausibilität der verabschiedeten Planung unter Berücksichtigung aktueller und Reflexion der historischen Geschäftsentwicklungen,
4. Zutreffende Anwendung des IDW S 1 i.d.F. 2008,
5. Ableitung der Konvergenzphase und des nachhaltigen Ergebnisses,
6. Zusammenstellung der Peer Group und Ableitung des Betafaktors,
7. Ableitung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und weiterer bewertungsmethodisch als Sonderwert berücksichtigter Vermögenswerte unter Berücksichtigung steuerlicher Effekte,
8. Ermittlung der Ausgleichszahlung.

Die in einzelnen Punkten bestehenden unterschiedlichen Auffassungen wurden im Verlauf der Prüfung zwischen Ebner Stolz und der Bewertungsgutachterin EY diskutiert. Zum endgültigen Stand der Bewertungsarbeiten hat es zwischen Ebner Stolz und EY keine sich auf unser Angemessenheitsurteil auswirkenden Meinungsunterschiede gegeben. Dementsprechend ist unser Prüfungsbericht in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit der festgelegten Ausgleichszahlung und Abfindung.

6. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

Die in Abschnitt 4. erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen Rahmen, der im Einzelfall zu konkretisieren ist. Von der Angemessenheit der Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze in die konkrete methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der VQT AG haben wir uns - wie im Folgenden erläutert - überzeugt.

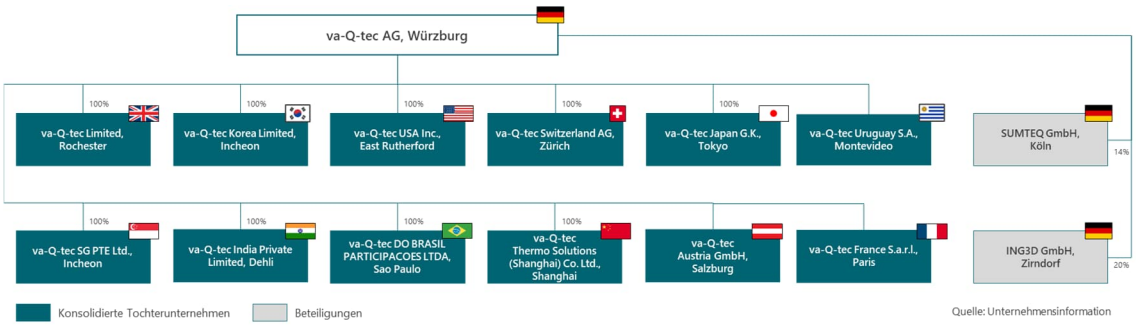
Der Unternehmenswert der VQT AG wurde von der Bewertungsgutachterin aus dem Ertragswert des laufenden Geschäfts zuzüglich Sonderwerten abgeleitet. Diese konkrete Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Wert der VQT AG angemessen in dem Bewertungsmodell ab.

Die Durchführung der Bewertung haben wir in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Abzinsung der Überschüsse auf den Bewertungsstichtag, nachvollzogen.

6.1. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

Das Bewertungsobjekt ist die va-Q-tec AG, mit Geschäftsanschrift in der Alfred-Nobel-Str. 33, 97080 Würzburg, einschließlich ihrer konsolidierten Tochterunternehmen. Die VQT AG ist im Handelsregister des Amtsgerichts Würzburg unter der Nummer HRB 7368 eingetragen. Die gesellschaftsrechtliche Struktur ist im folgenden Organigramm aufgezeigt:



Gemäß § 2 der Satzung ist Gegenstand des Unternehmens die Entwicklung, die Produktion und der Vertrieb von innovativen Dämmkomponenten und Dämmsystemen, insbesondere von Vakuum-Dämmsystemen, Wärme- und Kältespeicherkomponenten sowie von Systemlösungen mit diesen Komponenten. Ferner ist Gegenstand des Unternehmens die Entwicklung, die Produktion und der Vertrieb von Software sowie von elektronischen Messgeräten für die Messung physikalischer Größen sowie die Vermietung von Thermoverpackungen und thermische Beratung und Entwicklung.

Die aktuelle Fassung der Satzung der VQT AG datiert auf den 10. Juli 2023.

Die VQT AG ist berechtigt, Zweigniederlassungen zu errichten und sich an gleichartigen oder ähnlichen Unternehmen im In- und Ausland zu beteiligen. Des Weiteren darf die VQT AG solche Unternehmen erwerben oder gründen und deren Geschäftsführung übernehmen und Unternehmensverträge abschließen.

Die Gesellschaft ist selbst oder über ihre Tochtergesellschaften berechtigt, alle Geschäfte vorzunehmen und Maßnahmen zu treffen, die dem vorstehenden Geschäftszweck unmittelbar dienlich und/oder förderlich oder mittelbar zu dienen geeignet sind.

Gemäß § 4 der Satzung ist die Gesellschaft auf unbestimmte Zeit errichtet. Das Geschäftsjahr der VQT AG beginnt am 1. Januar und endet zum 31. Dezember eines Jahres.

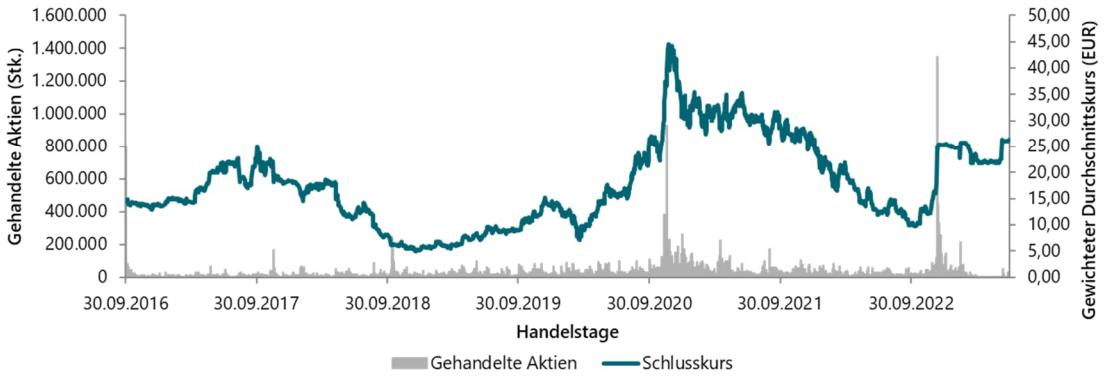
Das Grundkapital der VQT AG beträgt zum 31. Dezember 2022 EUR 13.415.000 und ist in 13.415.000 Stückaktien eingeteilt, die auf den Namen lauten. Der rechnerische anteilige Betrag am Grundkapital entspricht EUR 1,00 je Aktie. Zum 31. Dezember 2022 befinden sich 72,7 % der Aktien im Streubesitz („Free Float"), 26,7 % der Aktien werden von CEO und Gründerfamilien gehalten und 0,4 % von CFO und Aufsichtsrat. Die VQT AG hält die restlichen 0,1 % der Aktien (13.566 Aktien). Gemäß § 6 der Satzung ist der Vorstand ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft bis einschließlich zum 1. Juni 2027 mit Zustimmung des Aufsichtsrats durch einmalige oder mehrmalige Ausgabe von insgesamt bis zu 5.366.000 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien (Stammaktien) zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2022/1).

Am 13. Dezember 2022 wurde vom Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlage in Höhe von 10 % des Grundkapitals der Gesellschaft aus genehmigten Kapital beschlossen. Diese Kapitalerhöhung wurde am 11. Juli 2023 durch Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung im Handelsregister der VQT AG wirksam. In Folge wurden 1.341.500 neue, auf den Namen lautende Stückaktien ausgegeben. Die Ausgabe der emittierten Aktien erfolgte zu einem Preis von EUR 26,00. Zur Zeichnung der Kapitalerhöhung war die Fahrenheit AcquiCo unter Ausschluss eines Bezugsrechts berechtigt.

Zum Abschluss unserer Prüfungstätigkeiten beträgt das Grundkapital der VQT AG EUR 14.756.500 und ist in 14.756.500 Stückaktien eingeteilt. Der rechnerische anteilige Betrag am Grundkapital entspricht EUR 1,00 je Aktie. Die Gesellschaft hält 13.566 eigene Aktien, sodass das ausstehende Grundkapital 14.742.934 Aktien umfasst.

Die Aktien der VQT AG sind seit dem 30. September 2016 unter der International Securities Identification Number („ISIN") DE0006636681 bzw. der Wertpapierkennnummer („WKN") 663668 im regulierten Markt der Wertpapierbörse Frankfurt am Main (Xetra) gelistet. Die folgende Abbildung zeigt die Kursentwicklung der Aktie für den Zeitraum des regulierten Listings.

Kursentwicklung der VQT AG seit dem IPO am 30. September 2016 bis zum 30. Juni 2023



Quelle: Bloomberg L.P.

Der Vorstand der VQT AG besteht gemäß § 6 der Satzung aus einem oder mehreren Mitgliedern. Die Vorstandsmitglieder werden vom Aufsichtsrat bestellt. Zum 31. Dezember 2022 gehören dem Vorstand Dr. Joachim Kuhn (Vorsitzender) und Stefan Döhmen (Finanzvorstand) an.

Die VQT AG ist in der Bundesrepublik Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig. Somit unterliegt die VQT AG einem Körperschaftsteuersatz in Höhe von 15,0 % und dem Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 %. Gewerbesteuerlich sind die Hebesätze der Gemeinden Würzburg und Kölleda in Höhe von 420 % bzw. 400 % für die VQT AG maßgeblich. Für die Gewerbesteuerzerlegung gilt das Verhältnis der Lohnsummen der beiden Standorte anhand der steuerlichen Vorschriften. Es existieren innerkonzernlich keine steuerlichen Organschaften für die VQT AG.

Die VQT AG verfügt über ertragsteuerliche Verlustvorträge, deren letztmalige Feststellung durch die Steuerbehörden zum 31. Dezember 2020 erfolgt ist. Auskunftsgemäß betragen die prognostizierten körperschaftsteuerlichen und gewerbesteuerlichen Verlustvorträge zum 31. Dezember 2022 TEUR 28.644 bzw. TEUR 28.030.

Darüber hinaus verfügt die VQT AG über ein steuerliches Einlagekonto gemäß § 27 KStG. Laut dem letzten vorliegenden Feststellungsbescheid zum 31. Dezember 2020 weist dieses einen Bestand in Höhe von TEUR 50.431 auf. Die Bewertungsgutachterin hat dieses auf Basis der zugrundeliegenden steuerlichen Informationen sowie der Ergebnisverwendung der Geschäftsjahre 2021 und 2022 fortentwickelt. Zum 31. Dezember 2022 wurde ein Bestand des steuerliches Einlagekontos von TEUR 58.601 ermittelt. Unter Berücksichtigung der für Juli 2023 geplanten Kapitalerhöhung hat die Bewertungsgutachterin für Bewertungszwecke das steuerliche Einlagekonto in Höhe von TEUR 92.139 angesetzt.

b) Historie der Gesellschaft

VQT AG wurde im August 2000 als GmbH durch Dr. Joachim Kuhn und Dr. Roland Caps vorgegründet und mithilfe einer Venture Capital Finanzierung im April 2001 in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Die Funktionsweise der Vakuumisolationspaneele (im Folgenden „VIP") wurde in den 1990er Jahren am Bayrischen Zentrum für Angewandte Energieforschung (im Folgenden „ZAE Bayern") unter anderem durch Dr. Joachim Kuhn und Dr. Roland Caps entwickelt und erforscht.

Im Oktober 2001 startete die VQT AG die eigene Produktion von Vakuumisolationspaneelen mit insgesamt fünf Mitarbeitern in den Räumlichkeiten des ZAE Bayern. Die erste eigene entwickelte Thermobox wurde 2003 vorgestellt, gefolgt von dem ersten Thermocontainer 2004. Zwei Jahre später folgte der Start der eigenen Produktion von Phasenwechselmaterialien. Die erste Serienlieferung von Thermoboxen an ein pharmazeutisches Unternehmen erfolgte in diesem Jahr.

Im Jahr 2006 startete die VQT AG die Produktion von Phase Change Materials (im Folgenden „PCM"). Angetrieben durch den Boom der Biotech-Industrie und deren steigender Nachfrage nach leistungsstarken Thermobehältern seit 2005, wurden im Jahr 2007 die ersten Thermoboxen in großen Mengen für eines der führenden Pharmaunternehmen produziert. Im Jahr 2008 wurden die ersten VIP mit PowTec Technologie von VQT AG an die Haushaltsgeräte-Industrie (bzw. „Appliance" Industrie) geliefert.

Die Produktionsstätte in Kölleda/Thüringen wurde 2009 durch eine weitere Venture Capital Finanzierung ermöglicht und durch den Bau einer weiteren Produktionshalle im darauffolgenden Jahr erweitert. 2011 wurden die VQT UK in Rochester und die VQT Korea gegründet, was gleichzeitig den Start des Segment Services („Dienstleistungen") markierte. Im Jahr 2012 hat eine weitere Venture Capital Finanzierung den weiteren Ausbau des Unternehmens ermöglicht.

Im Jahr 2014 und im Einklang mit der weiteren Expansion des Geschäfts, hat die VQT AG einen neuen Standort in den USA durch die Gründung der VQT USA eröffnet.

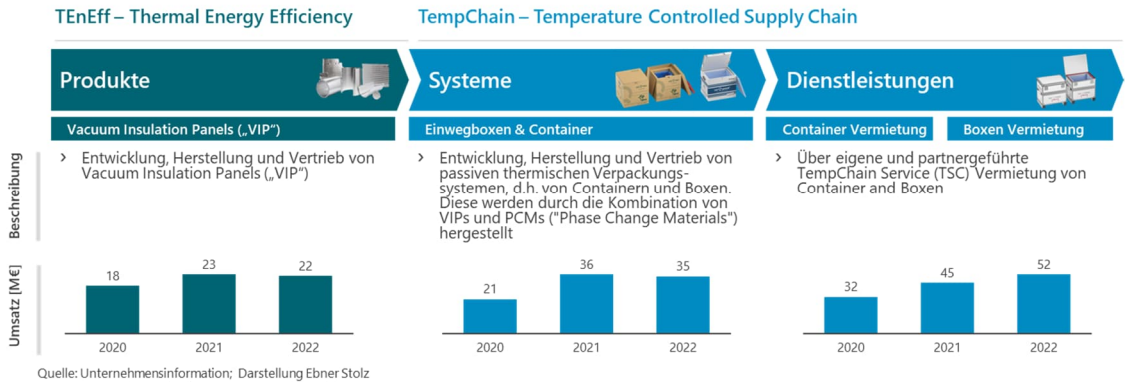
Im Jahr 2015 begannen die Vorbereitungen für den Börsengang der VQT AG. Der Börsengang der VQT AG erfolgte am 30. September 2016 mit einem Ausgabekurs von EUR 12,30 pro Aktie. Insgesamt wurden 6.738.656 Aktien platziert, wodurch ein Emissionsvolumen von MEUR 82,9 erzielt wurde. Wesentliche Teile der Erlöse flossen in den Ausbau des Segments Services.

Zwischen 2017 und 2022 folgte die Eröffnung weiterer Standorte in den USA, Japan, Schweiz, Uruguay, Brasilien, Indien, China, Frankreich und Österreich.

c) Geschäftsmodell

Die Geschäftstätigkeit umfasst die Entwicklung und Produktion von VIPs und PCMs, welche unter anderem für die eigene Produktion von thermischen Verpackungssystemen genutzt werden. Darüber hinaus bietet VQT AG einen Mietservice für die Nutzung von den produzierten thermischen Verpackungssystemen an.

Die Produkte der VQT AG sind in den zwei Hauptbereichen (Business Units) Thermal Energy Efficiency („TEnEff") und Temperature Controlled Supply Chain („TempChain") organisiert. Darunter fallen die drei Geschäftsbereiche „Produkte", „Systeme" und „Dienstleistungen" wie die nachfolgende Darstellung verdeutlicht:



Geschäftsbereich Produkte

Im Geschäftsbereich Produkte bietet die VQT AG Vakuumisolationspaneele („VIP") und Phasenübergangsmaterialien (PCM) an, welche eigenständig an den Produktionsstandorten Würzburg und Kölleda hergestellt werden und als Grundlage für die Herstellung der thermischen Verpackungssysteme benutzt werden. Dabei deckt die VQT AG von der Entwicklung bis zum Verkauf die gesamte Wertschöpfungskette ab.

VIPs sind hochleistungsfähige Isoliermaterialien, welche sich im Gegensatz zu herkömmlichen Dämmungsmaterialien durch ihre geringere Wandstärke auszeichnen. VIPs bestehen aus mikroporösem Pulver, welches gasdicht verpackt und vakuumiert wird und von einer Spezialfolie umhüllt ist, um das Material vor Luft- und Wasserdampf zu schützen. Um die Qualitätssicherheit zu gewährleisten verbaut die VQT AG einen Sensor in jedes VIP, damit es später mit einem externen Messgerät auf die Funktionsfähigkeit und Effizienz überprüft werden kann.

VIPs können eine Lebensdauer von bis zu 50 Jahren erreichen und in jeder gewünschten Form hergestellt und so den Kundenbedürfnissen angepasst werden. Ihren Einsatz finden VIPs beispielsweise in Gebäuden, Kühl- und Gefrierschränken, industriellen Produkten und innerhalb der thermischen Verpackungslösungen.

PCMs finden ihre Anwendung in den von der VQT AG hergestellten thermischen Verpackungssystemen und übernehmen in diesen die Aufgabe der Temperaturregulierung. PCMs zeichnen sich durch eine spezielle Zusammensetzung von Paraffinen und Salzen aus, welche die Temperaturregulierung bei verschiedensten Transporten gewährleisten können. So nehmen PCMs während des Schmelzvorgangs Wärme auf und geben diese wieder ab, wenn sie gefrieren. Hitze oder Kälte, die während des Transports in den Transportbehälter gelangen, können durch die PCM-Technologie reguliert werden und dadurch eine Temperaturstabilität gewährleisten. Durch die unterschiedliche Zusammensetzung der PCMs können Temperaturbereiche von -50 Grad Celsius bis +37 Grad Celsius als mögliche Transporttemperaturen angeboten werden.

Die PCMs sind lediglich mit einem sehr geringen Anteil an den Absatzmengen des Geschäftsbereichs Produkte beteiligt. Jedoch sind die PCMs ein wesentlicher Bestandteil der produzierten Boxen und Container des Geschäftsbereichs Systeme (siehe nachfolgend).

Geschäftsbereich Systeme

Im Geschäftsbereich Systeme verwendet VQT AG die selbst entwickelten Produkte VIP und PCM, um thermische Verpackungssysteme zu produzieren. Diese Verpackungssysteme nutzen die Technologien dieser Produkte, um eine zuverlässige Temperaturregelung für den Transport zu gewährleisten, ohne dabei auf eine externe Energiezufuhr angewiesen zu sein. Die thermischen Verpackungssysteme sind in der Lage, eine durchgehende Kühlkette von bis zu 200 Stunden sicherzustellen. Etwaige Unterbrechungen der Kühlkette durch das Öffnen der Systeme werden durch die verbauten PCMs reguliert und stellen daher keine Beeinträchtigung dar.

Die VQT AG stellt die Verpackungssysteme in unterschiedlichen Größen her, von kleinen Transportboxen bis hin zu großen Transportcontainern. Darüber hinaus sind auch gegebenenfalls individuelle Kundenlösungen möglich.

Ihre Anwendung finden die thermischen Verpackungssysteme insbesondere in den Bereichen Pharmazeutik und Biotechnologie, industrielle Produkte sowie Lebensmittel. Die Verpackungssysteme lassen sich per Flugzeug, Schiff, LKW oder auf anderen Transportwegen liefern.

Geschäftsbereich Dienstleistungen

Der Geschäftsbereich Dienstleistungen bietet Kunden der VQT AG die Möglichkeit, thermische Verpackungssysteme zu mieten und für Transportzwecke zu nutzen. Um diesen Service zu gewährleisten, verfügt die VQT AG über ca. 40 globale Temperature Controlled Supply Chain (TempChain) Zentralen, welche ein Kontingent von etwa 3.000 Transportcontainern und etwa 30.000 Transportboxen einsetzen können. Kunden können über die TempChain Services, eine webbasierte Softwarelösung, die VQT AG beauftragen.

Dieses Geschäftsmodell bietet den Kunden von der VQT AG eine erhöhte Flexibilität, da durch das Mietangebot verbunden mit den ca. 100 Fluggesellschaften und Logistik-Partnern ein attraktives ad-hoc Modell zur Logistik besteht. Der Mehrwert des Kunden besteht in einem gesicherten temperaturstabilen Transport von temperatursensiblen Produkten.

d) Ergebnis

Nach unseren im Rahmen der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen, wird das Bewertungsobjekt im Rahmen der von EY durchgeführten Bewertung vollständig abgebildet.

6.2. Bewertungsstichtag

Bewertungsstichtag für die angemessene Abfindung ist der 29. August 2023. Dies ist nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die ordentliche Hauptversammlung der VQT AG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag beschließen soll.

Die Berechnung der Ausgleichszahlung ist rechnerisch aus dem ermittelten Ertragswert zu Beginn des Geschäftsjahres abzuleiten, für den der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wirksam wird bzw. wirksam werden soll (WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018 Kap. C, Tz. 82; Popp, WPg 2008, S. 29; OLG München, 11. März 2020, 31 Wx 341/17 i.V.m. LG München I, 28. April 2017, 5 HJ IO 4736/11; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13). Die Bewertungsgutachterin hat sachgerecht die Ausgleichsermittlung auf Grundlage des ertragswertbasierten Unternehmenswerts zum 1. Januar 2024 vorgenommen.

Die Bewertungsgutachterin hat als technischen Bewertungsstichtag den 1. Januar 2023 festgelegt und die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse geometrisch auf diesen Stichtag abgezinst. Der sich zum 1. Januar 2023 ergebende Ertragswert wurde davon ausgehend auf den 29. August 2023 aufgezinst.

Unter Berücksichtigung eines Zinssatzes von 8,21 % für die VQT AG und 241 Tagen bis zur ordentlichen Hauptversammlung ergibt sich für die VQT AG folgender Aufzinsungsfaktor:

$$\text{geometrische Aufzinsung: } 1{,}0535 = (1 + 8{,}21\ \%)^{241/365}$$

Diese Vorgehensweise halten wir für sachgerecht. Wir haben uns von der rechnerischen Richtigkeit der Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag und der vorausgehenden Abzinsung überzeugt.

Am Rande sei vermerkt, dass eine lineare Aufzinsung, bei der der Aufzinsungsfaktor mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres mit dem Quotienten aus der Anzahl der Tage bis zum Bewertungsstichtag und der Anzahl der Tage des Gesamtjahres (365 Tage) multipliziert wird, nicht sachgerecht ist, weil sie unterjährige Zinseszinseffekte nicht abbildet. Ferner muss die Festlegung eines technischen Stichtags samt Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag zu dem gleichen Ergebnis führen, wie eine direkte Diskontierung der Nettoeinnahmen auf den Bewertungsstichtag (Popp, Berücksichtigung von Steuern, in Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1586).

6.3. Ertragswert

a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung hat die Bewertungsgutachterin ausgehend von den Finanzdaten des Bewertungsobjekts für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 die Vergangenheitsergebnisse analysiert und Aufwendungen und Erträge aufgegliedert, bereinigt und erläutert, um die in der Vergangenheit für den Geschäftsverlauf ursächlichen Ertrags- und Aufwandsposten zu identifizieren.

Für die Prüfung der Vergangenheitsanalyse standen uns die nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) aufgestellten Konzern- und Jahresabschlüsse für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 zur Verfügung. Die Abschlüsse wurden gemäß § 315e Abs. 1 HGB in Verbindung mit §§ 316 ff. HGB geprüft. Darüber hinaus wurden uns verschiedene Auswertungen aus dem internen Rechnungswesen für diesen Zeitraum zur Verfügung gestellt. Ergänzend lagen uns Details zu den in der Gutachtlichen Stellungnahme der Bewertungsgutachterin dargestellten Ergebnisbereinigungen vor. Auf dieser Basis haben wir die Analysen der Bewertungsgutachterin einer Plausibilitätsprüfung unterzogen.

Im Zuge der Darstellung der historischen Ertragslage wird innerhalb des Konzernabschlusses eine Unterteilung der Umsatzerlöse nach geografischen Segmenten auf konsolidierter Ebene vorgenommen.

Eine ausführliche Erläuterung der Entwicklung der Finanz-, Vermögens- und Ertragslage in den Geschäftsjahren 2020 bis 2022 findet sich in der Gutachtlichen Stellungnahme von EY (Abschnitt 3). Wir haben diese Erläuterungen auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen nachvollzogen und halten die Feststellungen der Bewertungsgutachterin, insbesondere zu den Ursachen der Erlös- und Ergebnisentwicklung, für sachgerecht.

Bereinigungen der VQT AG - Geschäftsjahre 2020 bis 2022

Nachfolgend stellen wir die Bereinigungen bestimmter außergewöhnlicher Ertrags- und Aufwandspositionen der Vergangenheitsergebnisse dar und erläutern diese. Dabei handelt es sich um spezifische Geschäftsvorfälle mit einmaligem, nicht-wiederkehrendem bzw. nicht-operativem Charakter, die zur Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisniveaus zu normalisieren sind. Die Darstellung zeigt das unbereinigte historische EBITDA sowie vom Management und der Bewertungsgutachterin vorgenommene Bereinigungen für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022.

Bereinigungen jeweils zum 31.12.	#	Ist GJ 20	Ist GJ 21	Ist GJ 22
		TEUR	TEUR	TEUR
EBITDA (unbereinigt)		**11.399**	**17.794**	**7.736**
Bereinigungen				
Transaktionskosten	[1]			6.657
Normalisierungen aus Steuern und Zoll	[2]	-922	763	1.299
Variable Vergütung von Mitarbeitern	[3]	-63		
Besitzstandswahrung IAS 17	[4]	-2.397	-1.651	-979
Entschädigungen	[5]		1.756	-612
Implementierung ERP- und Vermietungssoftware	[6]		32	255
Normalisierungen aufgrund beschädigter Waren	[7]		100	-75
Beratung zur Produktherstellung	[8]		612	36
Außerordentliche Sonderzahlungen an Mitarbeiter	[9]		703	
Rekrutiertierung von Managing Directors	[10]		122	
20-jähriges Firmenjubiläum	[11]		321	
Überzahlung irischer Finanzbehörden	[12]	-131		
Normalisierung von Marketing- und Vertriebsaktivitäten Covid-19	[13]	-718	-798	
Arbeitsrechtliche Auseinandersetzung	[14]		30	55
Anlagenabgänge	[15]	-56	-46	-166
Bereinigungen		**-4.286**	**1.943**	**6.470**
EBITDA (bereinigt)		**7.113**	**19.737**	**14.206**
*EBITDA-Marge (unbereinigt)**		*14,3%*	*15,0%*	*6,6%*
*EBITDA-Marge (bereinigt)**		*9,0%*	*16,7%*	*12,1%*

** in % der Gesamtleistung*

[1] Im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot der VQT AG mit der Fahrenheit AquiCo sind angefallene Beratungs- und Transaktionskosten bereinigt worden.

[2] Aufgrund einer Prüfung von steuerlichen und zollrechtlichen Vorgängen stellte sich heraus, dass die steuerliche Behandlung der gemieteten Container in einigen Ländern nicht vollständig den gesetzlichen Vorschriften entsprach. Das Management ist davon ausgegangen, dass globale Luftfrachttransportdienstleistungen steuerbefreit wären. Eine beauftragte Steuerberatungsgesellschaft kam zu dem Ergebnis, dass diese Managementannahme nicht den Tatsachen entsprach. Des Weiteren wurde die Steuerberatungsgesellschaft dazu mandatiert, diese Steuer- und Zollrisiken zu quantifizieren und eventuelles Fehlverhalten zu begrenzen und ggf. durch nachträgliche Meldungen zu korrigieren. Daher bereinigte das Management die entstandenen Steuernachzahlungen und allokierte die Steuerzahlungen verursachungsgerecht auf die entsprechenden Veranlagungsjahre.

[3] Im Geschäftsjahr 2022 erkannte das Managment der VQT, dass im Geschäftsjahr 2021 für vereinbarte variable Vergütungen von Mitarbeitern keine Rückstellung gebildet worden war. Dementsprechend ergab sich für das Geschäftsjahr 2021 ein Personalaufwand auf einem geringeren Niveau. Des Weiteren wurden die variablen Vergütungen des Geschäftsjahres 2020 im Geschäftsjahr 2021 ausgewiesen. Die Rückstellungsbildung wurde im Rahmen der adjustierten Daten im Geschäftsbericht 2022 ausgeglichen. Jedoch verbleibt für das Geschäftsjahr 2020 ein zu niedriger Personalaufwand. Daher hat die Bewertungsgutachterin den Personalaufwand auf ein geschäftsgewöhnliches Niveau angehoben.

[4] Vor dem Geschäftsjahr 2019 schloss die VQT AG eine Verkaufs- und Rückmietungstransaktion für einige Container ab. Für die Bilanzierung dieser Transaktion wendete das Unternehmen IAS 17 an und nutzte diese Bilanzierungsvorschrift auch nach dem Übergang zu IFRS 16. Nach IAS 17 wurde diese Transaktion als Finanzierungsleasing eingestuft und anfallende Gewinne aus dem Verkauf der Container über die Laufzeit des Leasingvertrages abgegrenzt. Daraus ergab sich ein passivierter Sonderposten, der über fünf Jahre bis zum 31. Dezember 2023 aufgelöst wird. Mit der Einführung von IFRS 16 stellte das Unternehmen das Verkaufs- und Rückmietmodell ein und schloss auschließlich Verträge, bei denen die Vermögenswerte mittels Ratenzahlungen erworben werden. Das Management erachtet die hieraus resultierenden sonstigen betrieblichen Erträge als geschäftsunüblich und bereinigte die Auflösung des Sonderpostens. Eine entsprechende Adjustierung der Abschreibungen erfolgte, womit aus dieser Bereinigung kein Einfluss auf das EBIT resultiert.

[5] Aufgrund von vertraglichen Vereinbarungen mit einem Kunden erhält die VQT bei Unterschreitung einer Mindestabnahmemenge an Containern eine Entschädigung. Zum Ende der COVID-19-Impfkampagne wurde der Impfstoff dieses Kunden weniger nachgefragt, weshalb der Entschädigungsfall eingetreten ist. Das Management bereinigte die Kompensationszahlung und unterstellte in ihren Normalisierungen, dass die Umsatzerlöse entsprechend der geplanten Umsätze des Kunden stattgefunden hätten. Auskunftsgemäß sei der Vertrag beendet und alle Kompensationszahlungen im Geschäftsjahr 2022 angefallen. Auf das Geschäftsjahr 2023 wirkt sich der Sachverhalt nicht aus.

Des Weiteren baute und eröffnete die VQT im Geschäftsjahr 2021 auf Nachfrage eines Großkunden ein TempChain Service Center in Südafrika. Es wurde vereinbart, dass die damit in Verbindung stehenden Kosten durch den Kunden übernommen werden. Die Kostenübernahme erfolgte im Juni 2022. Wirtschaftlich entfallen TEUR 368 der übernommenen Kosten auf das Geschäftsjahr 2021 und wurden im Rahmen der Ergebnisbereinigung entsprechend verursachungsgerecht dem Geschäftsjahr 2021 zugeordnet.

[6] Am 1. Januar 2022 führte die VQT ein neues ERP-System ein. Darüber hinaus setzte die Gesellschaft ein Projekt zur Netzwerkoptimierung für die Vermietungssoftware der Container und Boxen um, welches ab November 2022 eingeführt wurde. Die Zielsetzung beinhaltet ein verbessertes Tracking-System und eine verstärkte Prozessdigitalisierung. Das Managment erachtet die entstandenen Kosten als geschäftsunüblich und hat die Beträge entsprechend bereinigt.

[7] Aufgrund von Beschädigungen an Containern während eines innerbetrieblichen Transports von Indien nach Brasilien im Geschäftsjahr 2021 hat die Gesellschaft die Container abgeschrieben. Die zugehörige Versicherungserstattung erfolgte nicht in voller Höhe des entstandenen Schadens. Das Management erwartete im Geschäftsjahr 2021 jedoch eine höhere Erstattung seitens der Versicherung. Aufgrund der Einmaligkeit dieses Vorfalls wurden die Verschrottungskosten sowie die Versicherungserstattung bereinigt. Auskunftsgemäß ist der Vorgang im Geschäftsjahr 2023 noch nicht abschließend geklärt.

[8] Die VQT wurde hinsichtlich des Optimierungspotenzials in der Produktionssteuerung während der Pandemie beraten. Das Management sieht diese Kosten, aufgrund der Einmaligkeit der Pandemie, als nicht geschäftsgewöhnlich an und hat die Kosten im Geschäftsjahr 2021 bereingt. Im Geschäftsjahr 2022 erfolgte eine Verrechnung der im Geschäftsjahr 2022 angefallenen Kosten mit der gebildeten Rückstellung.

[9] Während der COVID-19-Pandemie gewährte die Gesellschaft aufgrund zeitlich befristeter gesetzlicher Regelungen steuerfreie Boni an ihre Mitarbeiter. Nach Ansicht des Managements handelte es sich um einmalige und nicht leistungsbezogene Boni, weshalb die Gesellschaft diese Zahlungen bereinigt hat.

[10] Im Geschäftsjahr 2021 hatte die Gesellschaft überdurchschnittlich hohe Rekrutierungskosten für die Anwerbung neuer Geschäftsführer in Großbritannien und in Singapur zu tragen. Diese Kosten wurden als geschäftsunüblich erachtet.

[11] Die Kosten für das im Geschäftsjahr 2021 erfolgte 20-jährige Firmenjubiläum wurden aufgrund ihrer Einmaligkeit bereinigt.

[12] Im Geschäftsjahr 2016 erhielt die Gesellschaft eine überhöhte Steuerrückerstattung von den irischen Finanzbehörden. Da auch nach Aufforderung der VQT AG die Überzahlung nicht zurückgefordert wurde, ist die entsprechende Rückstellung aufgelöst worden.

[13] Aufgrund der pandemisch bedingten Kontaktbeschränkungen waren die Reiseaktivitäten für Mitarbeiter der VQT AG in den Geschäftsjahren 2020 und 2021 auf einem verminderten Niveau. Diese Effekte können, aufgrund der Einmaligkeit der verordneten Kontaktbeschränkungen während der Pandemie, nicht als nachhaltig angesehen werden. Daher wurden zum Zwecke einer Ableitung eines normalisierten EBITDA die verminderten Reiseaktivitäten auf ein geschäftsübliches Niveau adjustiert. Grundsätzlich müssten aus Konsistenzgründen dementsprechend pandemisch bedingt generierte Umsatzerlöse sowie ebenfalls durch die Pandemie bedingte Kostenabweichungen bereinigt werden. Da die VQT jedoch während der Pandemie von der gesteigerten Impfstoffnachfrage profitierte und Impfstofflieferungen unabhängig von der Pandemie zum regulären Geschäftsbetrieb der VQT zählen, wurde auf entsprechende Bereinigungen auf Ebene der Umsatzerlöse verzichtet.

[14] Darüber hinaus wurden die Kosten für arbeitsrechtliche Auseinandersetzungen aufgrund ihrer Geschäftsunüblichkeit bereinigt.

[15] Alle Gewinne und Verluste im Zusammenhang mit Vermögenswertveräußerungen wurden als nicht operativ erachtet und entsprechend eliminiert.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Ergebnisse der Vergangenheit mit den entsprechenden Konzernabschlüssen abgestimmt. Ferner haben wir eigene Analysen möglicher zu bereinigender Sachverhalte durchgeführt und diese mit der Bewertungsgutachterin diskutiert. Zudem haben wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellten Bereinigungen nachvollzogen. Wir halten die vorgenommenen Bereinigungen, Anpassungen und Ausführungen zur Ertragslage durch die Bewertungsgutachterin für vollständig und sachgerecht.

b) Markt- und Wettbewerbsverhältnisse

Neben der Analyse des historischen Geschäftsverlaufs dient zum Grundverständnis für die Plausibilisierung einer Unternehmensplanung die Kenntnis des für das Bewertungsobjekt relevanten Markt- und Wettbewerbsumfelds. In der Gutachtlichen Stellungnahme von EY ist eine Erläuterung des für die VQT AG relevanten Markt- und Wettbewerbsumfelds enthalten. Auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie eigener Recherchen haben wir die Ausführungen von EY gesichtet und um eigene Analysen ergänzt.

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Die globale volkswirtschaftliche Entwicklung wurde in den Jahren 2020 und 2021 maßgeblich durch die COVID-19-Pandemie beeinflusst. Es ist unstrittig, dass der Fortschritt der nationalen Impfkampagnen und die Eindämmung der Pandemie einen wesentlichen Einfluss auf die volkswirtschaftliche Entwicklung ausgeübt hat. Die COVID-19-Pandemie hatte jedoch auch positive Auswirkungen in bestimmten Branchen, wie z. B. im für die VQT relevanten Markt "Cold Chain Logistics", da die Krise zu einem erheblichen Anstieg der Nachfrage nach diesen Dienstleistungen und Transportprodukten zur weltweiten Lieferung von Impfstoffen führte.

Maßgeblichen Einfluss auf die globale volkswirtschaftliche Entwicklung hat auch der am 24. Februar 2022 von Russland gestartete Angriffskrieg auf die Ukraine. Insgesamt hat sich jedoch bereits im Jahr 2022 gezeigt, dass der Krieg und die gegen Russland verhängten Sanktionen auf die globale Wirtschaft signifikante Auswirkungen hatten.

Ab der zweiten Hälfte des Jahres 2022 wurde eine deutliche Verlangsamung der weltweiten wirtschaftlichen Dynamik vermeldet. Der Krieg in der Ukraine hat nicht nur eine humanitäre Krise verursacht, sondern auch eine steigende Inflation aufgrund der steigenden Energiepreise in Europa nach sich gezogen. Die steigenden Energiepreise in Verbindung mit Störungen der Lieferketten haben die Aktivität in wichtigen bzw. kritischen Produktionsstandorten verlangsamt.

Laut IWF gab es Anfang des Jahres 2023 erste Anzeichen, dass sich die globale Wirtschaft leicht erholt. Jedoch seien die Aussichten auf die Folgejahre immer noch mäßig, was wiederum an den restriktiven politischen Maßnahmen zu erkennen sei. Die Anhebung der Zentralbankzinsen zur Bekämpfung habe die rasant stiegende Inflation abgeflacht, jedoch erweise sich der Preisdruck aufgrund des anhaltenden Krieges und der Fragmentierung der Arbeitsmärkte als hartnäckig. Eine weitere Ursache ist der aufgrund der Zinsentwicklungen unter Druck geratene Finanzsektor. Die zuletzt von COVID-19 stark betroffenen Länder, wie vor allem China, zeigen einen Trend zur ökonomischen Erholung auf. Der IWF antizipiert rückläufige Zinsschritte sobald die Zielinflation wieder erreicht sei. Jedoch erwartet der IWF in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums.[1]

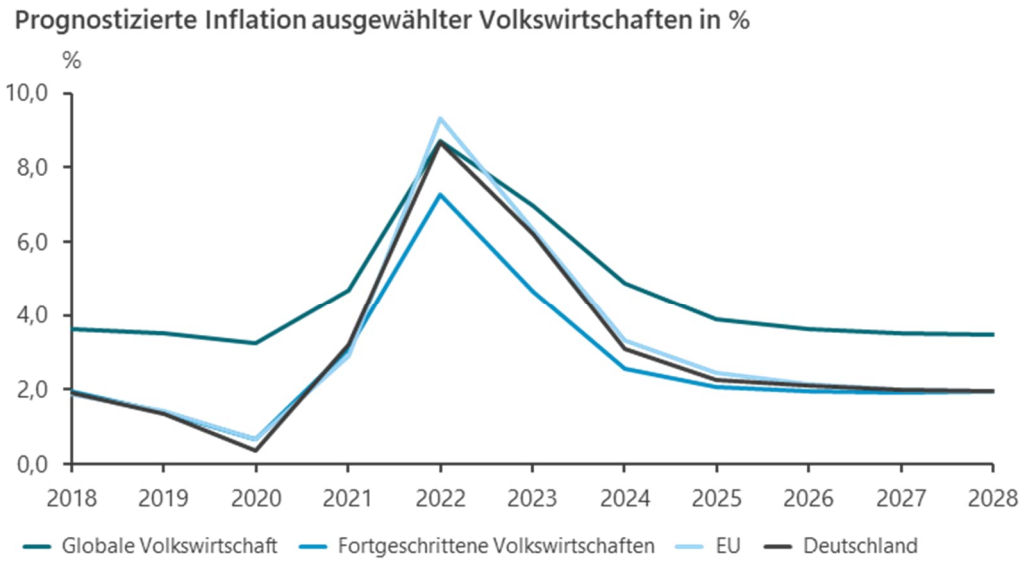
[1] Vgl. IWF (World Economic Outlook April 2023).

Laut der Prognosen des IWF im Januar 2023, soll das erwartete weltweite reale BIP im Jahr 2023 und im Jahr 2024 mit 2,9 % bzw. 3,1 % wachsen. Im April 2023 hat der IWF seine Projektionen erneut aktualisiert und das erwartete reale BIP-Wachstum für 2023 weltweit auf 2,8 % und für 2024 auf 3,0 % leicht vermindert. Die Projektion des IWF bedeutet eine weitere erwartete Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Vergleich zu dem Wachstum im Jahr 2022 in Höhe von 3,4 %. Laut des IWF sei die Inflation aufgrund der Zinspolitik zurückgegangen, jedoch habe sich der Preisdruck als hartnäckig erwiesen. Zusätzlich verursachen gestiegende Kreditkosten und schwankende Finanzkonditionen Unsicherheiten, was zu einer Abschwächung des Wirtschaftswachstum führen würde.[2]

Die Inflationsraten waren im Jahr 2022 innerhalb der Eurozone deutlich erhöht. Höhere Inflationserwartungen resultieren nach Angaben des IWF in den meisten Fällen aus pandemiebedingten Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage sowie höheren Rohstoffpreisen. Laut IWF ist die Inflation der Eurozone von 4,7 % 2021 auf 8,0 % 2022 gestiegen. Für 2023 und 2024 soll die Inflation auf 5,3 % bzw. 2,9 % sinken. Damit liegen die erwarteten Werte immer noch über dem Niveau vor der Pandemie (2019) in Höhe von 1,2 %.[3]

Laut IWF spiegelt der Rückgang der Inflationsdynamik zum einen die Zinspolitik der Zentralbanken und zum anderen rückläufige Preisentwicklungen im Lebensmittel- und Energiesektor wider. Sie spiegelt auch die abkühlenden Effekte der geldpolitischen Verschärfung auf die zugrunde liegende Inflation wider. Gleichwohl wird der Rückgang der Inflation Zeit in Anspruch nehmen. Erst ab dem Jahr 2025 wird erwartet, dass die prognostizierte durchschnittliche jährliche Inflation nahe des 2%-Ziels der Zentralbanken liegen wird. Langfristig erwartet der IWF eine Inflationsrate in Höhe der von den Zentralbanken antizipierten Zielinflation in Höhe von ca. 2 % ab dem Jahr 2026 für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften inkl. der EU und Deutschland.[4]

[2] Vgl. IWF (World Economic Outlook April 2023).
[3] Vgl. IWF (World Economic Outlook April 2023).
[4] Vgl. IWF (World Economic Outlook April 2023).



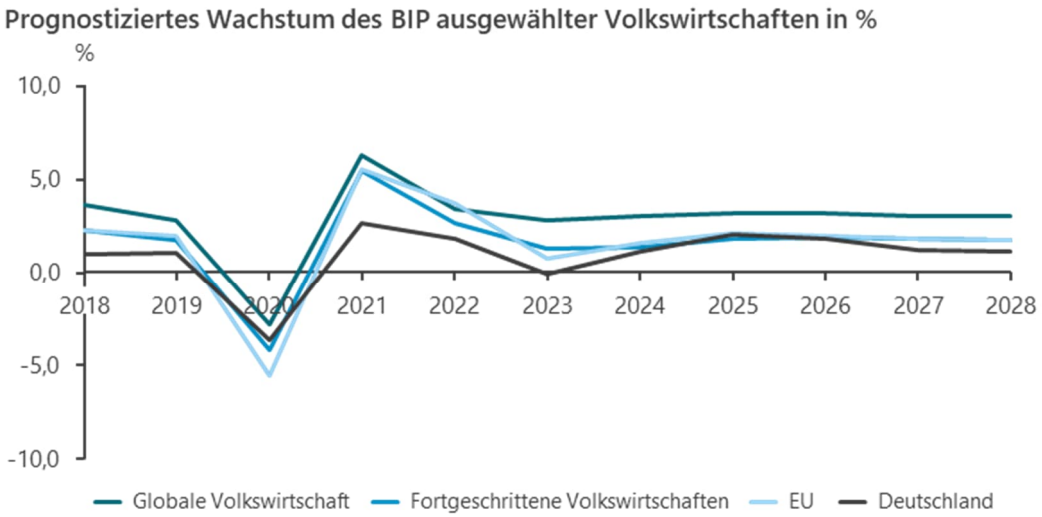
Quelle: IWF – World Economic Outlook April 2023 und IWF Datenbank vom 5. Juli 2023

Die Wirtschaft der EU konnte 2021 laut EU-Kommission ein Wachstum von 5,3 % verzeichnen. Für 2022 wird ein Wachstum von 3,5 % und für 2023 von 1,0 %, antizipiert. Trotz eines BIP-Rückgangs im vierten Quartal 2022 um 0,1 % stellt die EU-Kommission fest, dass die Wirtschaft der EU sich über den letzten Winter besser entwickelte als erwartet, weshalb das prognostizierte BIP-Wachstum in der EU im Jahr 2023 von insgesamt 3,5 % über den in der Herbstprognose der Europäischen Kommission erwarteten 3,3 % liegt. In Folge der über den Erwartungen liegenden Wirtschaftsentwicklung in den Wintermonaten reduzierte die EU-Kommission ihre Jahresprognose für das Jahr 2023 mit einer Inflationsrate von 9,2 % in der EU und von 8,4 % im Euroraum leicht. Für 2024 wird ein reales BIP-Wachstum von 1,0 % in der EU erwartet[5], was unter den Erwartungen des IWF von 1,4 % liegt.[6]

Das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt in Deutschland lag im Jahr 2022 um 1,8 % höher als im Vorjahr.[7] Die Wirtschaftsleistung Deutschlands leidet aktuell unter den hohen Preissteigerungen und daraus resultierend unter den rückläufigen Konsumausgaben. Auch die staatlichen Konsumausgaben waren rückläufig.[8] Für die Jahre 2023 bis 2025 wird vom IWF ein Wachstum von 0,1 %, 1,4 % und 2,2 % prognostiziert.

[5] Vgl. Europäische Kommission (Spring 2023 Economic Forecast).
[6] Vgl. IWF (World Economic Outlook April 2023).
[7] Vgl. Destatis (Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen Stand Mai 2023).
[8] Vgl. Destatis (Pressemitteilung Nr. 203 vom 25. Mai 2023).

Die Inflation in Deutschland hat die Entwicklung der Wirtschaft stark beeinflusst. Laut Statistischem Bundesamt stieg im Juni 2023 die Inflationsrate im Vergleich zum Vorjahresmonat um 6,4 %. Insbesondere für Nahrungsmittel war die Inflationsrate mit 13,7 % deutlich überdurchschnittlich. Dagegen erwies sich die Inflationsrate für Energiepreise mit 3,0 % und für Dienstleistungen mit 5,3% als unterdurchschnittlich.[9]



Quelle: IWF – World Economic Outlook April 2023 und IWF Datenbank vom 5. Juli 2023

Laut Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung („IMK") haben sich die konjunkturellen Aussichten in Deutschland in den vergangenen Wochen deutlich verschlechtert. Der aktuelle Drei-Monats-Ausblick von Juni bis August 2023 geht von einer Rezessionswahrscheinlichkeit von 49,3 % aus, was dem höchsten Wert seit dem November 2022 entspricht. Im Mai 2023 lag die Wahrscheinlichkeit noch bei 37,6 %.[10]

[9] Vgl. Destatis (Pressemitteilung Nr. 255 vom 29. Juni 2023).
[10] Vgl. IMK (Pressemitteilung vom 15. Juni 2023).

Marktanalyse

Die VQT AG agiert als Produzent und Anbieter von innovativen Dämmlösungen, wie zum Beispiel Vakuumisolationspaneelen, thermischen Energiespeicherkomponenten sowie Thermoboxen und Containern zum Transport von temperatursensiblen Gütern. Die Produkte und Dienstleistungen des Unternehmens werden beim Transport von Pharmaprodukten, in Gebäuden, in Technik und Industrie und im Automobilsektor verwendet. Die VQT AG gliedert ihre Aktivitäten in zwei Hauptgeschäftsbereiche: "Thermische Energie-Effizienz" (im Folgenden "TEnEff") und "Temperaturgesteuerte Lieferkette" (im Folgenden "TempChain"). Der erste Geschäftsbereich konzentriert sich auf den Verkauf von wärmeeffizienten Produkten wie VIPs, während der zweite sich auf den Verkauf oder die Vermietung von speziellen Boxen und Containern an Kunden mit temperatursensitivem Logistikbedarf konzentriert. In der Vergangenheit hat der Geschäftsbereich TempChain den Hauptteil der Umsatzerlöse der Gesellschaft dargestellt.

Das Unternehmen bietet weltweit Dienstleistungen und Produkte für verschiedene Endmärkte an, vor allem für die Bereiche Gesundheitswesen und Logistik ("H&L"), Haushaltsgeräte und Lebensmittel ("A&F") sowie Technik und Industrie ("T&I"). Weitere kleinere Endmärkte sind die Branchen Bau und Mobilität.

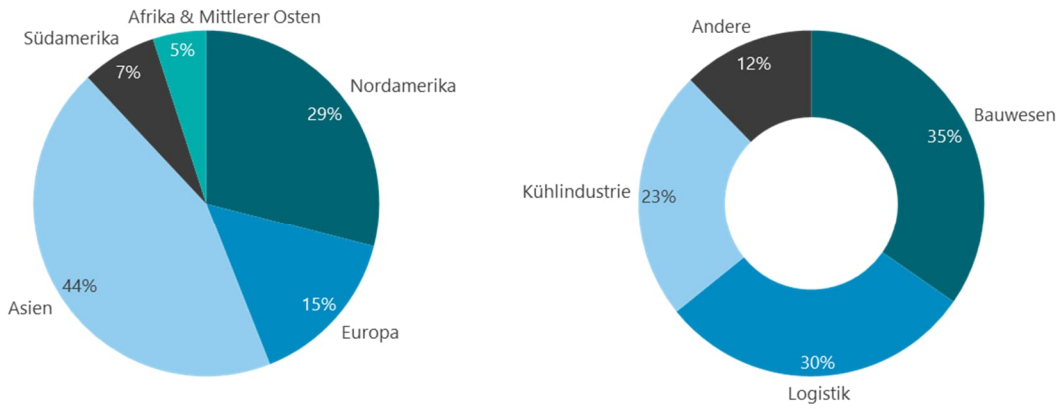
a.) Vakuumisolationspaneele

Vakuumisolationspaneele („VIP") sind hochleistungsfähige Isoliermaterialien, die als Alternative zu herkömmlichen Dämmungsmaterialien zum Einsatz kommen. VIPs bestehen aus mikroporösem Pulver, welches gasdicht verpackt und evakuiert wird und von einer Spezialfolie umhüllt ist. Ziel ist es, das Material vor Luft- und Wasserdampf zu schützen. Zur Gewährleistung der Qualitätssicherheit werden interne Sensoren verbaut, um während der Verwendung des Produkts die Funktionsfähigkeit und Langlebigkeit der VIPs zu prüfen. VIPs finden ihre Anwendung vor allem in den Sektoren Bauwesen, Kühlgeräte, Mobilität und in der Industrie. Darüber hinaus bilden sie die Basis für die auch durch die VQT AG vermarkteten Transportlösungen.[11]

Der Markt für VIPs soll im Jahr 2023 auf etwa USD 7,7 Mrd. anwachsen, verglichen zu einem Marktvolumen von etwa USD 7,33 Mrd. im Jahr 2022.[12] Der weltweit dominierende Markt im Geschäftsjahr 2021 war der asiatische Raum mit etwa 44 % Marktanteil, gefolgt von Nordamerika mit 29 % und Europa mit 15 %.[13] Langfristig wird für den Markt für VIPs ein Wachstum auf etwa USD 9,29 Mrd. im Geschäftsjahr 2027 prognostiziert, was einem CAGR von ca. 4,8 % entspricht.

[11] Unternehmensangaben, Unternehmenspräsentation, Unternehmenswebsite.
[12] Vgl. Business Research Company (Market Report Vacuum Insulation Panels, Januar 2023).
[13] Vgl. Maximize Market Research (Vacuum Insulation Panels Market Report, November 2022).

Vakuumisolationspaneele - Marktanteil per Region und Sektor in %



Quelle: Maximize Market Research (Vacuum Insulation Panels Market Report, November 2022

Die hohe Nachfrage aus dem asiatisch-pazifischen Raum resultiert vor allem aus den Bereichen Bauwesen, Logistik und der Kühlindustrie. Insbesondere in der Verpackungsindustrie werden in Asien VIPs verstärkt nachgefragt.[14] Im Bausektor verursachten größere Investitionen in verschiedenen asiatischen Ländern eine erhöhte Nachfrage nach VIPs, im Wesentlichen aufgrund der erhöhten thermischen Effizienz gegenüber herkömmlichen Dämmungstechniken. Hinzukommend sind geringere Größenvolumina als Vorteil gegenüber originären Dämmungslösungen zu nennen. Eine weitere Ursache für die steigende Nachfrage nach VIPS ist in den erhöhten Anforderungen zur Bewältigung des Klimawandels zu sehen, die einen zusätzlichen Fokus auf die termische Effizienz, vor allem im Gebäudesektor, richtet.[15] Folglich weist der Sektor Bauwesen den größten Marktanteil im Geschäftsjahr 2021 mit 35,0 % auf, gefolgt von den Sektoren Logistik und Kühlindustrie mit 30,0 % und 23,0 %.[16] Aus diesen Gründen wird antizipiert, dass die genannten Vorteile künftig zu einer vermehrten Nutzung der VIPs zu Dämmungszwecken führen werden. Darüber hinaus werden vor allem im asiatischen Raum hohe Investitionen und dementsprechend eine gesteigerte Nachfrage nach VIPs erwartet. Zudem sollen strengere Bauvorschriften und -richtlinien zu energieeffizienteren Lösungen im Bausektor für einen erhöhten Bedarf nach verbesserten Dämmmaterialien sorgen, wobei insbesondere Vakuumisolationspaneele als Dämmungslösung zum Einsatz kommen könnten.[17]

[14] Vgl. Maximize Market Research (Vacuum Insulation Panels Market Report, November 2022).
[15] Vgl. Mordor Intelligence (Market Report Vacuum Insulation Panel).
[16] Vgl. Maximize Market Research (Vacuum Insulation Panels Market Report, November 2022).
[17] Vgl. Mordor Intelligence (Market Report Vacuum Insulation Panel).

b.) Phasenwechselmaterialien

Phasenwechselmaterialien („PCM") sind Produkte zur Temperaturregulierung. PCMs zeichnen sich durch eine spezielle Zusammensetzung von Paraffinen und Salzen aus, die die Temperaturregulierungen bei verschiedensten Transporten gewährleisten können. PCMs nehmen während des Schmelzvorgangs Wärme auf und geben die Wärme beim Gefrieren wieder ab. Daraus folgend können Hitze oder Kälte während des Transports auf Grundlage der PCM-Technologie reguliert werden und die Temperaturstabilität sicherstellen. Durch unterschiedliche Zusammensetzungen der PCMs können Temperaturbereiche von -50 Grad Celsius bis +37 Grad Celsius als mögliche Temperaturbereiche ermöglicht werden. PCMs kommen in den Sektoren Bauwesen, Kühlgeräte, Mobilität und in der Industrie zum Einsatz.[18]

Der Markt für Phasenwechselmaterialien hatte in den USA im Jahr 2021 ein Volumen von ca. USD 1.681 Mrd. und unterteilte sich im Wesentlichen in anorganische, organische und biobasierte PCMs. In den letzten Jahren zeigte sich der Markt für PCM negativ durch die Corona-Pandemie beeinflusst. Aufgrund der pandemisch bedingten Kontaktbeschränkungen und der daraus resultierenden unterbrochenen Lieferketten, insbesondere im Bausektor, führte eine rückläufige Tendenz in der Transportindustrie zu einer niedrigeren Nachfrage nach PCMs.

Für den Markt für PCMs wird in den kommenden Jahren bis 2029 ein deutliches Wachstum von durchschnittlich rund 18,0 % pro Jahr erwartet.[19] Ursächlich für die Nachfragesteigerung sind hauptsächlich die Bau- und Verpackungsindustrie. Im Bausektor finden PCMs ihre Anwendung in Heizungs-, Lüftungs- und Klimaanlagen auf Basis neuer Technologien, denen im Zuge des Klimawandels eine größere Nachfrage zugerechnet wird. In Europa sind die Wachstumserwartungen aufgrund strengerer Richtlinien in der Bauindustrie für energieeffizientere Gebäude positiv. Darüber hinaus werden ein stärkeres Umweltbewusstsein und damit einhergehende Energieeinsparungen antizipiert, die wiederum die Nachfrage nach PCMs steigern sollen.[20]

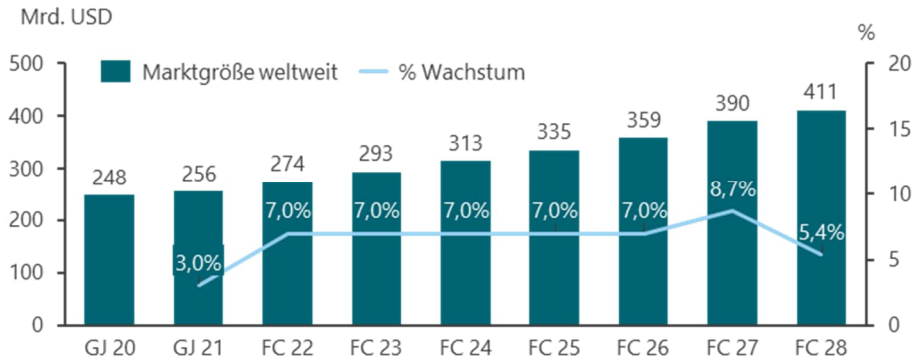
c.) Thermologistik

Der Thermologistikmarkt umfasst den Transport temperaturempfindlicher Produkte entlang einer Lieferkette durch thermische und gekühlte Verpackungen sowie die logistische Planung. Als Transportmittel werden Kühltransporter, Kühlwaggons, Kühlfracht und Luftfracht eingesetzt.

---

[18] Vgl. Unternehmensangaben, Unternehmenspräsentation, Unternehmenswebsite.
[19] Vgl. Mordor Intelligence (Market Report Phase Change Material).
[20] Vgl. Exactitude Consultancy (Phase Change Material Market).

Cold Chain Logistics –Marktgröße weltweit in Mrd. USD



Quelle: Statista "Cold chain logistics worldwide" 2021

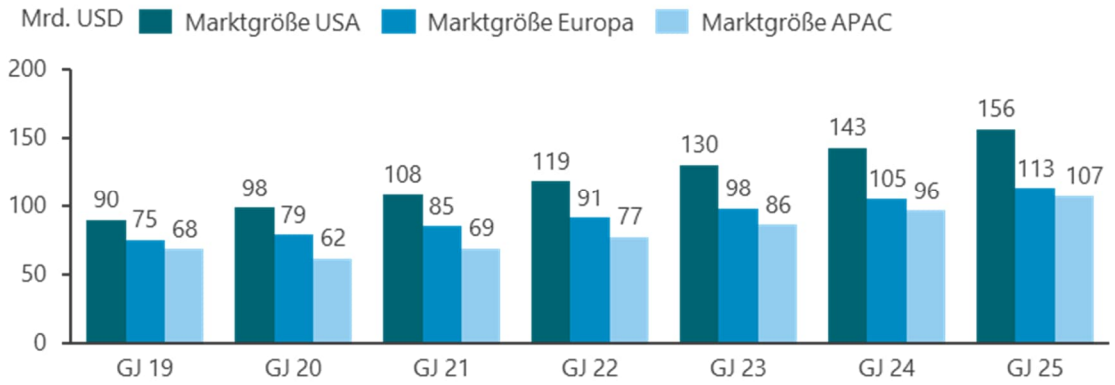
Der weltweite Markt für Cold Chain Logistics wurde im Jahr 2021 auf USD 256 Mrd. geschätzt.[21] Laut Fortune Business Insights wächst der Markt seit dem Jahr 2020 aufgrund von diversen Faktoren besonders dynamisch. Diese Faktoren sind unter anderem:[22]

1) Steigender Bedarf bei der Lieferung von Impfstoffen als Folge der COVID-19-Pandemie.
2) Zunehmende Bedarf der pharmazeutischen Industrie an der Beförderung temperaturempfindlicher komplexer Proteine, Hormonbehandlungen und komplexerer Arzneimittel auf biologischer Basis, der durch die strengen Vorschriften der Branche in Bezug auf Produktqualität und Sicherheit bedingt ist.
3) Entwicklung und Expansion von Einzelhandelsketten, Convenience Stores, Hypermärkten und Supermärkten im Ausland (insbesondere Schwellenländern).
4) Reduzierung der Lebensmittelverschwendung beim Transport verderblicher Waren.

Für das Jahr 2022 wurde ein Marktwachstum auf USD 274 Mrd. prognostiziert. Von Analysten wird erwartet, dass der Markt im Jahr 2028 ein Niveau zwischen USD 400 Mrd. und USD 450 Mrd. erreichen wird, was einem duchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 6,5 % bis 8,6 % entspricht.[23] Das höchste Marktwachstum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate zwischen 2022 und 2025 in Höhe von 11,7 % wird für die APAC-Region erwartet, gefolgt von den USA mit einer Wachstumsrate von 9,7 % und Europa mit einer Wachstumsrate von 7,4 %. Nach Angaben von Statista sind die USA nach wie vor der volumenmäßig größte Markt für Kühlkettenlogistik, gefolgt von Europa und an dritter Stelle die schnell wachsende APAC-Region. Aufgrund der COVID-19 Pandemie wurde zwischen 2020 und 2022 ein Anstieg der Nachfrage nach Kühlkettenlogistik in fast allen Hauptregionen beobachtet.

[21] Vgl. Statista (Cold chain logistics worldwide, 2021).
[22] Vgl. Fortune Business Insights (Cold Chain Logistics Market ,2022).
[23] Vgl. Vantage Market Research (Cold Chain Logistics Market, 2022).

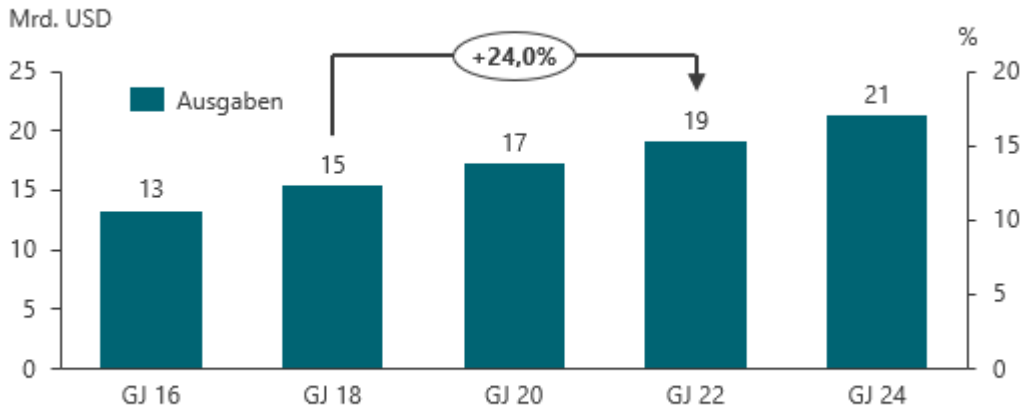
Cold Chain Logistics – Marktgröße pro Region



Quelle: Statista "Cold chain logistics worldwide" 2021

Die COVID-19-Pandemie war einer der wichtigsten Wachstumstreiber für die Branche. Laut Statista stiegen die Ausgaben der Biopharma-Branche für Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Cold Chain Logistic in der COVID-19-Pandemie zwischen 2018 und 2022 um insgesamt 24 %.

Weltweite Ausgaben für die Cold Chain Logistics in der Biopharma Branche



Quelle: Statista "Cold chain logistics worldwide" (2021)

Laut Analysten von Mordor Intelligence wird der US-amerikanische Markt für Cold Chain Logistics während des Prognosezeitraums von 2023 bis 2028 voraussichtlich jährlich mit einer Rate von über 4 % wachsen[24]. Die COVID-19-Pandemie hat darüber hinaus den inländischen E-Retail-Sektor und den Verbrauch von verarbeiteten Lebensmitteln und Getränken erheblich angekurbelt, was die Nachfrage nach Kühllagerflächen und Logistik erhöht hat. Kühlräume und -fahrzeuge, die Waren in mehreren Segmenten bei unterschiedlichen Temperaturen lagern können, wurden entwickelt und erfreuen sich in den letzten Jahren in den Vereinigten Staaten zunehmender Beliebtheit. Diese LKW werden vor allem im Einzelhandel eingesetzt, wo temperaturgeführte Waren in relativ kleinen Mengen von regionalen Verteilungszentren geliefert werden. Darüber hinaus wurde die Nachfrage vor allem durch die zunehmenden Ein- und Ausfuhren von verderblichen Lebensmitteln, Pharmaprodukten, Milchprodukten usw. angetrieben. Es wird erwartet, dass der US-Markt weiter wachsen wird, da die Nachfrage aus asiatischen Ländern nach in den USA produziertem Fleisch und der zunehmende Konsum von Bio-Lebensmitteln in den USA den Bedarf an Kühlkettenlogistik weiter ansteigen lassen wird.

Laut Vanatage Market Research, haben in den letzten zehn Jahren die Industrialisierung und die Investitionen im APAC - Raum, insbesondere in China und Indien, erheblich zugenommen, was zur raschen wirtschaftlichen Expansion der Region beigetragen hat. Um ein breites Produktportfolio in der Kühlkette anbieten zu können, haben mehrere wichtige Marktteilnehmer in der Region, darunter AmericaCold Logistics (USA), Lineage Logistics (USA), Nichirei Corporation (Japan) und Agro Merchants Group (USA), in die Weiterentwicklungen investiert. Darüber hinaus verfügt der APAC - Raum über eine robuste landwirtschaftliche Produktionsbasis, die für die Expansion der Kühlkettenindustrie von entscheidender Bedeutung ist. In Ländern wie Südkorea, Japan, China und Indien besteht eine große Nachfrage nach Fleisch, Milchprodukten und verarbeiteten Lebensmitteln, die zusammengenommen den Markt für die Kühlkette in der Region antreiben. Darüber hinaus fördert die pharmazeutische Industrie das Marktwachstum des Sektors in der APAC-Region[25]. Nach Angaben von Statista wurde der Cold Chain Logistics Markt in der APAC-Region im Jahr 2019 auf USD 68 Mrd. bewertet und es wird erwartet, dass er im Jahr 2025 einen Wert von USD 107 Mrd. erreichen kann.

Die Cold Chain Logistics in Europa umfasst den Transport und die Lagerung von gekühlten und gefrorenen Gütern, einschließlich der Produktion, der Lagerung, des Vertriebs und der Logistik, die alle in einem Niedrigtemperaturbereich stattfinden. Laut Statista wurde der europäische Markt für Cold Chain Logistics im Jahr 2019 auf USD 75 Mrd. geschätzt und soll bis 2025 voraussichtlich ein Niveau von USD 113 Mrd. erreichen.

[24] Vgl. Mordor Intelligence (United States Cold Chain Logistics Market size & Share Analysis - Growth Trends & Forecasts (2023-2028).
[25] Vgl. Fortune Business Insights (Cold Chain Logistics Market, 2022).

Nach Angaben von Allied Market Insights, wird der europäische Cold Chain Logistics Markt durch Faktoren wie die zunehmende Durchdringung des elektronischen Handels in der Logistikbranche, die steigende Anzahl von Kühlhäusern und den wachsenden Pharmasektor angetrieben. Darüber hinaus behindern schlechte Infrastruktur, Standardisierung, höhere Logistikkosten und mangelnde Kontrolle der Hersteller und Einzelhändler über den Logistikservice das Wachstum des europäischen Kühlkettenlogistikmarktes.

Der zunehmende Einsatz von IT-Lösungen und automatisierter Software für die Kühlkettenlogistik, Kostensenkungen und die Verkürzung der Vorlaufzeiten durch die Einführung von multimodalen Systemen und RFID-Technologien für Kühlkettenanwendungen werden jedoch voraussichtlich lukrative Möglichkeiten für das Wachstum des europäischen Marktes für Kühlkettenlogistik bieten.

Ausblick

Als Produzent und Dienstleister in der Thermologistik ist die VQT in einem in der Vergangenheit grundsätzlich wachsenden Markt tätig. Insbesondere die durch die COVID-19-Pandemie getriebenen Innovationen, wobei insbesondere der Biotech-Bereich zu nennen ist, haben den Markt verändert und das Wachstum weiter begünstigt. Der langfristige Ausblick für die Entwicklung der Thermologistik ist daher grundsätzlich positiv.

Die VQT profitierte in der Vergangenheit stark von pandemiebedingten exogenen Effekten aufgrund der Impfstoffkampagne. Im Geschäftsjahr 2022 brachen die aus den Impfstofflieferungen resultierenden Umsatzerlöse ein. Das Management der VQT AG antizipiert jedoch positive Zukunftserwartungen. Hintergrund sind laut Managementauskünften die generellen Wachstumschancen aufgrund einer zunehmenden Globalisierung der Lieferketten, insbesondere in der Pharmaindustrie. Durch den wachsenden Trend hin zu Medikationslösungen auf biologischer Grundlage steigt der Bedarf an gekühlten Transportlösungen. Einen weiteren Wachstumstreiber sieht das Management in den zunehmenden staatlichen Regulierungen. Dies betrifft vor allem die Regulierungsanforderungen für Medikamente auf Biotech-Basis.

Weiterhin werden Wachstumspotenziale im Bereich der Gebäudesanierung aufgrund der steigenden Regulatorik im Energiesektor gesehen. Neben aktuellen politischen Konflikten ist die klimaschutzbedingte Agenda zu nennen, die nachhaltig zu einem höheren Energiepreisniveau führen dürfte. Die Managementerwartungen zielen auf die langfristige Kosteneinsparungen ab, da sich für Konsumenten bei einem höheren Energiepreisniveau eine bessere Gebäudesanierung eher rentieren würde. Zudem antizipiert das Management Wachstumsmöglichkeiten durch einen weiteren Flottenausbau in ein breiteres Angebotsportfolio im bestehenden Kundenstamm. Durch Markteintritte in neue Branchen, wie u.a. der Elektromobilität, im Produktbereich (TEnEff) möchte das Management weitere Wachstumschancen verwirklichen. Strategisch sieht die VQT durch die Realisierung von langfristigen Unternehmenspartnerschaften weitere Erfolgspotenziale.

c) Operative Planungsrechnung

Planungsprozess

Der reguläre Planungsprozess beginnt im September eines jeden Jahres und endet mit einer Aufsichtsratssitzung Anfang Dezember, in der die Planung verabschiedet wird. Die vorliegende Planung umfasst die Jahre 2023 (Budget) und die Jahre 2024 bis 2026. Im Zusammenhang mit dem Prozess zum öffentlichen Übernahmeangebot hat sich die Verabschiedung der vorliegenden Planung bis Februar 2023 verzögert.

Der Planungsprozess der VQT AG wird im Gegenstromverfahren erstellt und vereint hierbei Top-Down-Vorgaben mit einer Bottom-Up-Planung. Die Geschäftsführung kommuniziert Top-Down-Vorgaben und Planungen der jeweiligen Geschäftsbereiche an die einzelnen Vertriebseinheiten, welche Umsatzziele und Wachstumserwartungen beinhalten, die auf Grundlage von Marktanalysen und der Ausrichtung der Unternehmensstrategie abgeleitet werden. Auf der Kostenseite werden Materialaufwendungen, Personalaufwendungen, sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen als Top-Down-Erwartungen an die jeweiligen Landesgesellschaften kommuniziert. Zielsetzung ist die Umsetzung einer ganzheitlichen Unternehmensstrategie, eine Gewährleistung der Kostenkontrolle und eine möglichst effiziente Kostenoptimierung.

Anschließend plant die jeweilige Vertriebseinheit in einem Bottom-Up-Ansatz ihre Umsatzerlöse unter Berücksichtigung der geschäftsspezifischen Marktverhältnisse, Kundenbedürfnisse und des Wettbewerbsumfelds je Landesgesellschaft. Die in den Vertriebseinheiten direkt anfallenden Materialaufwendungen, Personalaufwendungen, sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen werden lokal in den Landesgesellschaften geplant, um die geografisch spezifischen Marktumstände adäquat zu berücksichtigen.

Nach Berücksichtigung der Top-Down-Erwartungen und der jeweiligen Bottom-Up-Planungen erfolgt eine Harmonisierung beider Planungsansätze zu einer abgestimmten

Unternehmensplanung, die die Grundlage für die Konzernplanung darstellt. Im Anschluss findet die Konsolidierung der Konzernplanung statt. Mit dieser Vorgehensweise möchte die Gesellschaft einen Einklang zwischen den Wachstumszielen auf Konzernebene und den Erfolgszielen auf Ebene der jeweiligen Geschäftsbereiche herstellen.

Aufgrund des internationalen Geschäfts des Bewertungsobjektes ist die Gesellschaft Wechselkursrisiken ausgesetzt. Um die Auswirkungen von Währungsschwankungen zu analysieren, planen die einzelnen Vertriebseinheiten in lokalen Landeswährungen, während die Top-Down-Planung in Euro erfolgt. Die Wechselkursumrechnung erfolgt anhand von zentral vorgegebenen Wechselkursen des Konzerncontrollings.

Die uns vorliegende Unternehmensplanung datiert vom 2. Februar 2023. Gemäß des uns zur Verfügung gestellten Vorstandsbeschlusses vom 2. Februar 2023 wurde die vorliegende Unternehmensplanung vom Vorstand der Gesellschaft und vom Aufsichtsrat am 5. Februar 2023 genehmigt.

Soweit uns die Planungsverantwortlichen den Planungsprozess in sachlicher und zeitlicher Abfolge geschildert haben, erachten wir die vorliegende Vorgehensweise der Planungserstellung vor dem Hintergrund des dargelegten Geschäftsmodells als eine für Zwecke einer Unternehmensbewertung geeignete Ausgangsbasis.

Plan-Ist-Vergleich

Zur Einschätzung der Planungstreue hat die Bewertungsgutachterin für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 einen Vergleich der im jeweiligen Vorjahr geplanten Ertragslage des Bewertungsobjekts auf Basis der Budget-Planung mit der entsprechenden Ist-Ertragslage vorgenommen (Plan-Ist-Vergleich). Basis des Plan-Ist-Vergleichs stellt die unbereinigte Ertragslage der VQT AG dar.

In der folgenden Übersicht stellen wir die Ist-Zahlen den Planwerten für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 gegenüber. Die Analyse erfolgt für die Positionen Umsatzerlöse, ausgewählte Aufwandsposten und das EBITDA sowie das EBIT.

	Plan GJ 20	Ist GJ 20	%	Plan GJ 21	Ist GJ 21	%	Plan GJ 22	Ist GJ 22	%
	TEUR	TEUR		TEUR	TEUR		TEUR	TEUR	
Umsatzerlöse	76.535	72.106	*-5,8%*	93.948	104.063	*10,8%*	120.925	111.833	*-7,5%*
Bestandsveränderung	0	978	*n/a*	0	2.846	*n/a*	0	-421	*n/a*
Andere aktivierte Eigenl.	5.884	6.379	*8,4%*	10.565	11.328	*7,2%*	7.156	5.725	*-20,0%*
Gesamtleistung	**82.419**	**79.463**	***-3,6%***	**104.513**	**118.237**	***13,1%***	**128.081**	**117.137**	***-8,5%***
Materialaufwand	-35.258	-32.751	*-7,1%*	-44.255	-50.482	*14,1%*	-52.487	-46.701	*-11,0%*
Rohertrag	**47.161**	**46.712**	***-1,0%***	**60.258**	**67.755**	***12,4%***	**75.594**	**70.436**	***-6,8%***
Sonstige betr. Erträge	3.382	4.669	*38,1%*	2.844	4.294	*51,0%*	2.841	5.666	*99,4%*
Personalaufwand	-25.457	-26.111	*2,6%*	-31.596	-33.191	*5,0%*	-38.525	-37.587	*-2,4%*
Sonstige betr. Aufwendungen	-12.101	-13.871	*14,6%*	-14.506	-21.064	*45,2%*	-19.474	-30.779	*58,1%*
EBITDA	**12.985**	**11.399**	***-12,2%***	**17.000**	**17.794**	***4,7%***	**20.436**	**7.736**	***-62,1%***
Abschreibungen	-12.044	-12.299	*2,1%*	-12.831	-13.655	*6,4%*	-15.039	-15.000	*-0,3%*
EBIT	**941**	**-900**	***n/a***	**4.169**	**4.139**	***-0,7%***	**5.397**	**-7.264**	***n/a***

Quelle: Management Informationen, Analysen Ebner Stolz

Im Geschäftsjahr 2020 wurden die **Umsatzerwartungen** um 5,8 % unterschritten. Hintergrund waren pandemiebedingte Umsatzrückgänge. Dagegen konnten die Umsatzeinbußen lediglich teilweise mit Neugeschäft aufgrund von COVID-19-Testkit-Transporten kompensiert werden. Die aktivierten Eigenleistungen waren aufgrund der Herstellung neuer Mietboxen erhöht. Lediglich die aktivierten Eigenleistungen für Container lagen hinter dem Plan zurück. Die aufgrund verminderten Geschäftsvolumens zurückgegangenen **Materialaufwendungen** zogen einen realisierten Rohertrag nach sich, der nahezu auf dem Planniveau liegt. Dabei wurde die geplante Rohertragsmarge von 57,2 % um 1,6 %-Punkte übertroffen.

Erträge aus Fremdwährungsdifferenzen, aperiodische Erträge, Anlagenverkäufe und Untermieten für das Mainfranken Theater verursachten die Planungsüberschreitung der **sonstigen betrieblichen Erträge** um 38,1 %. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** überschritten das Planungsniveau um 14,6 % aufgrund von Aufwendungen für Fremdwährungsdifferenzen und Frachtkosten. Hintergrund war eine starke Erhöhung der Frachtpreise in diesem Geschäftsjahr. Aufgrund der gestiegenen Kosten lag das EBITDA um 12,2 % bzw. TEUR 1.586 unter Plan. Auskunftsgemäß werden Fremdwährungsdifferenzen stark vereinfacht in der Unternehmensplanung berücksichtigt, dabei geht die Gesellschaft für Planungszwecke davon aus, dass sich die Aufwendungen und Erträge aus Fremdwährungsdifferenzen neutralisieren.

Das Geschäftsjahr 2021 war aufgrund der Pandemie ein erfolgreiches Jahr für VQT AG. Exogene Effekte, insbesondere aufgrund der Pandemie und die damit einhergehende Impfstoffkampagne, resultierten in um rund 10,8 % über den Planerwartungen liegenden **Umsatzerlösen**. Neben den temperaturgesteuerten Impfstofftransporten im Bereich TempChain verzeichnete der Bereich Vakuumisolationspaneele eine positive Entwicklung. Die aktivierten Eigenleistungen übertrafen den Planwert um 7,2 %. Diese Entwicklung ergab sich aus vermehrt hergestellten Boxen und Containern. Gegenläufig waren die aktivierten Eigenleistungen für IT und Produktion.

Aufgrund des erhöhten Geschäftsvolumens und der gesteigerten aktivierten Eigenleistungen ergaben sich im Geschäftsjahr 2021 gegenüber der Planung um 14,1 % höhere **Materialaufwendungen**. Die Aufwendungen für Fremdleistungen als Bestandteil der Materialaufwendungen lagen aufgrund eines erhöhten Anteils an Zeitarbeitern zur Bewältigung von Auslastungsspitzen in diesem Geschäftsjahr über dem Planungsniveau.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** waren aufgrund von Fremdwährungsdifferenzen, aperiodischen Erträgen und Anlagenverkäufen gegenüber dem Plan um 51,0 % erhöht. Die um TEUR 1.595 höheren **Personalaufwendungen** resultierten aus einem Personalaufbau von 14 Vollzeitäquivalenten aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung. Weiterhin wurden Einmaleffekte in Form von Bonuszahlungen und Prämien in der Produktion in Höhe von TEUR 400 nicht geplant. Gegenüber der geplanten Personalaufwandsquote von 30,2 % ergab sich im Ist eine Personalaufwandsquote von 28,1 %. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** überschritten das Planungsniveau um 45,2 %. Zu den wesentlichen Treibern dieser Entwicklung zählen Mengeneffekte in den Frachtkosten aufgrund der gestiegenen Umsatzerlöse, Beratungskosten im Zuge der Kapitalerhöhung und im Zusammenhang mit Maßnahmen zur Produktionsverbesserung sowie Patent- und Lizenzgebühren.

Insgesamt konnte das **EBITDA** um 4,7 % gegenüber dem Plan übertroffen werden. Die EBITDA-Marge fiel dabei mit 15,0 % rund 1,2 %-Punkte niedriger als geplant aus. Die exogenen Effekte der COVID-19 Pandemie verursachten die Planungsabweichungen der **Abschreibungen**. Aufgrund der gesteigerten Nachfrage mussten Investitionen früher als geplant realisiert werden, u.a. steigerten sich damit einhergehend die Abschreibungen in der VQT AG um TEUR 580 und in der VQT UK um TEUR 200. Aufgrund der gestiegenen Abschreibungen wurde auf Ebene des **EBIT** der antizipierte Planwert nahezu erreicht.

Im Geschäftsjahr 2022 lagen die realisierten **Umsatzerlöse** deutlich um -7,5 % unter dem ursprünglich geplanten Niveau von TEUR 120.925. Hintergrund waren reduzierte Umsatzerlöse aus den pandemisch bedingten temperaturgesteuerten Impfstofftransporten. Geplante Impfstofftransporte fielen teils vollständig aus. Die aktivierten Eigenleistungen lagen 20,0 % unterhalb des Planwertes. Ursächlich waren geringere Produktionsmengen der Container in Höhe von rund TEUR 660 unter Planniveau. Weiterhin lagen die aktiven Eigenleistungen aus IT und Produktion unter Plan.

Die **Materialaufwendungen** lagen um 11,0 % unter dem Planwert. Ursächlich war der entgegengesetzte Effekt des Geschäftsjahres 2021. Aufgrund des geringeren Geschäftsvolumens und der reduzierten Eigenleistungen für Container wurde weniger Material benötigt. Darüber hinaus erfolgte ein Bestandsabbau.

Fremdwährungsdifferenzen in Höhe von ca. TEUR 2.100 und Anlagenverkäufe in Höhe von TEUR 200 verursachten im Wesentlichen die Planungsüberschreitung der **sonstigen betrieblichen Erträge.** Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** lagen um 58,1 % über dem Plan. Hintergrund waren gesteigerte Transaktions-, Rechts- und Beratungskosten im Rahmen des Übernahmeangebots in Höhe von ca. TEUR 6.657, Aufwendungen aus Fremdwährungsdifferenzen von ca. TEUR 1.100, Patent- und Lizenzgebühren, Instandhaltungsaufwendungen und Reise- sowie Bewirtungskosten. Darüber hinaus waren Aufwendungen im Zusammenhang mit britischen Steuerzahlungen in einem Umfang von ca. TEUR 1.300 für die Abweichung verantwortlich. Zusammenfassend ergibt sich aus diesen Sachverhalten eine **EBITDA**-Abweichung in Höhe von -62,1 % gegenüber Plan 2022. Für das **EBIT** ergibt sich insgesamt eine deutliche Abweichung um TEUR 12.661 vom Planwert in Höhe von TEUR 5.397.

Die Bewertungsgutachterin kommt in ihrer Analyse zu dem Ergebnis, dass es in den Geschäftsjahren 2020 bis 2022 hauptsächlich zu Planungsabweichungen aufgrund exogener Effekte, überwiegend bedingt durch die COVID-19 Pandemie und den Krieg in der Ukraine und damit einhergehenden Unsicherheiten gekommen ist. So führt die Bewertungsgutachterin aus, dass die Umsatzrückgänge bei Bestandskunden durch die COVID-19 Pandemie verursacht waren. Gegenläufig kam es zu erheblichen Volumina im Neukundengeschäft aufgrund der Pandemie. Hinzukommend führt die Bewertungsgutachterin die Energiepreisentwicklung als einen nicht absehbaren Inputfaktor für die Kostensteigerungen an. Insgesamt erachtet die Bewertungsgutachterin die Planabweichungen unter Berücksichtigung der exogen bedingten Unsicherheiten als vertretbar.

Im Hinblick auf die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Unternehmensplanung vom 2. Februar 2023 bzw. 5. Februar 2023 kommt die Bewertungsgutachterin zu dem Schluss, dass auf Basis der durchgeführten Analysen der Planungstreue, die Planungsrechnung grundsätzlich eine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung darstellt. Die Unternehmensstrategie des Bewertungsobjektes sowie die aus der Strategie abgeleiteten Ziele und Erwartungen der Gesellschaft werden nach Ansicht der Bewertungsgutachterin in der Unternehmensplanung sachgerecht abgebildet.

Im Ergebnis halten wir die Einschätzungen der Bewertungsgutachterin für zutreffend, dass aus der vorgenommenen Analyse der Planungstreue keine Erkenntnisse gewonnen werden können, dass die Planungsrechnung der VQT AG keine geeignete Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswerts darstellt. Auf Basis unserer eigenen Analysen der Planungstreue ist festzuhalten, dass wir ebenfalls keine Hinweise identifizieren konnten, die die Eignung der Planungsrechnung für Zwecke der Unternehmensbewertung in Frage stellt.

Allgemeine Planungsplausibilisierung

In Interviews mit den Planungsverantwortlichen der VQT AG wurden uns das Geschäftsmodell, die Entwicklung der Vergangenheit sowie die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden Planungsprämissen, auch über den nachfolgend dargestellten Detaillierungsgrad hinaus, erläutert. Wir haben die Prämissen der Unternehmensplanung im Rahmen dieser Interviews ausführlich hinterfragt und mit den Planungsverantwortlichen diskutiert. Für die prognostizierte Entwicklung beschränken wir uns auf die Erläuterung der wesentlichen Effekte. Im Übrigen verweisen wir auf die Darstellung in der Gutachtlichen Stellungnahme von EY im Abschnitt 4.

Die folgende Übersicht stellt die konsolidierte Umsatz- und Ergebnisplanung der VQT AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften bis zum EBIT für die Detailplanungsphase für die Geschäftsjahre 2023 bis 2026 dar.

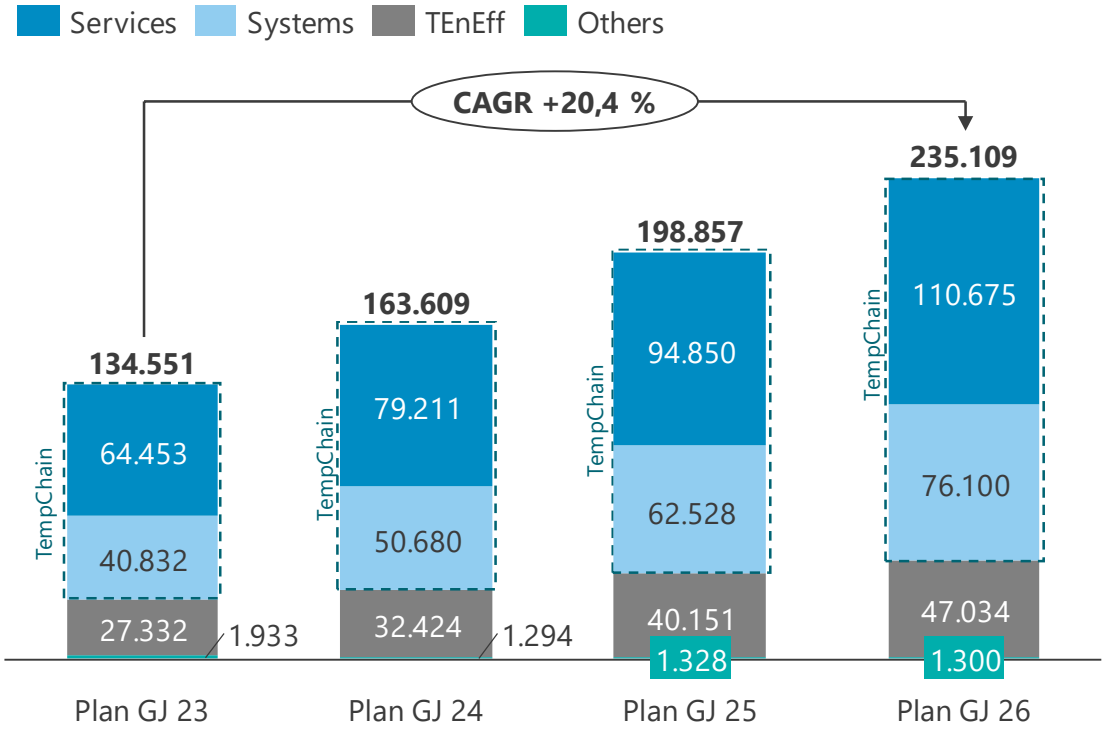
Gewinn- und Verlustrechnung	Plan GJ 23		Plan GJ 24		Plan GJ 25		Plan GJ 26		CAGR 23-26
	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	
Umsatzerlöse	134.551	*94,6%*	163.609	*92,2%*	198.857	*92,9%*	235.109	*94,1%*	*20,4%*
Bestandsveränderung	0	*0,0%*	0	*0,0%*	0	*0,0%*	0	*0,0%*	*n/a*
Aktivierte Eigenleistungen	7.749	*5,4%*	13.882	*7,8%*	15.225	*7,1%*	14.807	*5,9%*	*24,1%*
Gesamtleistung	142.300	*100,0%*	177.491	*100,0%*	214.082	*100,0%*	249.916	*100,0%*	*20,7%*
Materialaufwand	-56.341	*-39,6%*	-72.194	*-40,7%*	-86.417	*-40,4%*	-99.678	*-39,9%*	*20,9%*
Rohertrag	85.959	*60,4%*	105.297	*59,3%*	127.665	*59,6%*	150.238	*60,1%*	*20,5%*
Sonstige betr. Erträge	2.594	*1,8%*	2.265	*1,3%*	2.264	*1,1%*	2.097	*0,8%*	*-6,8%*
Personalaufwand	-42.797	*-30,1%*	-49.181	*-27,7%*	-55.913	*-26,1%*	-64.535	*-25,8%*	*14,7%*
Sonstige betr. Aufwendungen	-23.975	*-16,8%*	-25.832	*-14,6%*	-27.824	*-13,0%*	-29.759	*-11,9%*	*7,5%*
EBITDA	21.781	*15,3%*	32.549	*18,3%*	46.192	*21,6%*	58.041	*23,2%*	*38,6%*
Abschreibungen	-15.999	*-11,2%*	-18.488	*-10,4%*	-22.284	*-10,4%*	-23.572	*-9,4%*	*13,8%*
EBIT	5.782	*4,1%*	14.061	*7,9%*	23.908	*11,2%*	34.469	*13,8%*	*81,3%*

Quelle: Planungsrechnung VQT, Analysen Ebner Stolz

Für die **Umsatzerlöse** wird in der Detailplanungsphase ein jährlicher Anstieg von durchschnittlich 20,4 % erwartet. Demnach sollen die Umsatzerlöse von TEUR 134.551 auf TEUR 235.109 im Geschäftsjahr 2026 ansteigen. Ausgangspunkt bildet die erwartete Umsatzentwicklung des Geschäftsjahres 2023, welche auf Basis von Kunden und Produkten detailliert geplant wird. Für die Geschäftsjahre 2024 bis 2026 werden auf dieser Basis Annahmen für die Entwicklung von Preisen und Absatzmengen getroffen. Die Planungsverantwortlichen haben darüber hinaus darauf hingewiesen, dass neben Bestandskunden in den späteren Planjahren auch Neugeschäft durch entsprechende Platzhalter berücksichtigt wird. Solche Platzhalter sind noch nicht durch Verhandlungen oder existierende Kundenbeziehungen unterlegt.

Die Planung der Umsatzerlöse wurde für die Detailplanungsphase auf Ebene der Geschäftsbereiche TempChain (Systeme und Dienstleitungen), Produkte sowie Sonstiges vorgenommen. Im Folgenden werden die wesentlichen Einflussfaktoren der Umsatzplanung je Bereich dargestellt.

Umsatzerlöse [TEUR]



Quelle: VQT Planungsrechnung GJ 23 bis GJ 26

Im Geschäftsbereich TEnEff plant die Gesellschaft den Umsatz mit Vakuumisolationspaneelen weiter zu steigern. Im Detailplanungszeitraum wird ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 19,8 % (CAGR) erwartet. Die Umsatzerlöse resultieren dabei zu einem hohen Anteil aus bestehenden Kunden, welche sowohl mit einem Preis- als auch einem Mengenwachstum zum Gesamtwachstum des Geschäftsbereichs beitragen. Weitere Wachstumsdynamik ergibt sich aus erwarteten Nachfragesteigerungen im Zusammenhang mit Energieffizienz. Dieses Thema bietet aufgrund zunehmender Regulierung und einem steigenden öffentlichen Interesse Potentiale für die VQT AG. Dies drückt sich insbesondere in dem durch die Gesellschaft erwarteten Wachstum für den Zielmarkt Bauindustrie aus. Für die Erläuterung der im Geschäftsbereich TEnEff geplanten Umsatzerlöse nach den durch die Gesellschaft betrachteten Zielmärkten verweisen wir auf die entsprechenden Ausführungen in Abschnitt 4 der Gutachtlichen Stellungnahme von EY.

Der Bereich TempChain lässt sich in die Geschäftsbereiche Systeme und Dienstleistungen unterteilen. Die TempChain Umsätze sollen ausgehend von TEUR 105.285 im Geschäftsjahr 2023 erwartungsgemäß auf TEUR 186.775 im Geschäftsjahr 2026 ansteigen. Dies entspricht einem durchschnittlichen Wachstum von 21,1 %. In diesem Zusammenhang ist hervorzuheben, dass die Gesellschaft davon ausgeht, den zuletzt rückläufigen Anteil der im Kontext der Impfstofftransporte erwirtschafteten Umsatzerlöse kompensieren zu können.

Im Geschäftsbereich TempChain - Systeme wird der Verkauf von thermischen Verpackungs- und Transportlösungen abgebildet. Für die Detailplanungsphase erwartet die Gesellschaft, dass der Umsatz im Geschäftsjahr 2026 auf TEUR 76.100 anwachsen soll. Der Anteil der Umsätze aus dem Boxenverkauf soll hingegen innerhalb der Detailplanungsphase stetig abnehmen. Von zunächst 92,6 % im Geschäftsjahr 2023 soll dieser auf 77,4 % zurückgehen. Maßgeblich ist dabei das starke Wachstum der übrigen Umsätze wie QOOL-Kühlboxen und Kunden der Lebensmittelindustire, welche von TEUR 3.034 auf TEUR 17.178 im Geschäftsjahr 2026 gesteigert werden sollen.

Für den Geschäftsbereich TempChain - Dienstleistungen erwartet das Management der Gesellschaft im Geschäftsjahr 2023 Umsatzerlöse in Höhe von TEUR 64.453. Nach dem bereits im Geschäftsjahr 2022 beobachteten Rückgang der im Zusammenhang mit dem COVID-19 Vakzinetransport stehenden Umsatzerlöse, werden diese im Geschäftsjahr 2024 entfallen. Die Gesellschaft sieht jedoch weiteres Wachstumspotential, welches auf die zunehmende Bedeutung von Biopharmazeutika zurückzuführen ist. Zusammengefasst wird erwartet, dass, wie in der Historie, der Umsatz im Zielmarkt Pharma und Healthcare den wesentlichen Anteil an den geplanten Erlösen ausmacht und maßgeblich zum Umsatzwachstum von durchschnittlich 19,7 % p.a. auf TEUR 110.675 im Geschäftsjahr 2026 beiträgt. Darüber hinaus soll auch Wachstum in weiteren Zielmärkten erzielt werden.

Ergänzend zu den nach Geschäftsbereichen unterteilten Umsatzerlöse wird in der nachfolgenden Darstellung die Unterteilung der für die Detailplanungsphase erwarteten Umsätze nach Berichtssegmenten wiedergegeben:

Planungsrechnung Umsatzerlöse	Plan GJ 23	Plan GJ 24	Plan GJ 25	Plan GJ 26	CAGR 23-26
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	
Berichtssegment Deutschland	79.811	105.338	124.950	142.517	*21,3%*
Berichtssegment Großbritannien	49.941	60.946	74.281	88.390	*21,0%*
Berichtssegment Sonstige	35.094	41.638	51.424	61.668	*20,7%*
Konzern (Summe)	**164.846**	**207.922**	**250.655**	**292.575**	***21,1%***
Konsolidierung	-30.295	-44.313	-51.798	-57.466	*23,8%*
Konzern	**134.551**	**163.609**	**198.857**	**235.109**	***20,4%***

Für weitere Details der Entwicklung der Umsatzerlöse verweisen wir auf die entsprechenden Ausführungen der Bewertungsgutachterin in Abschnitt 4.

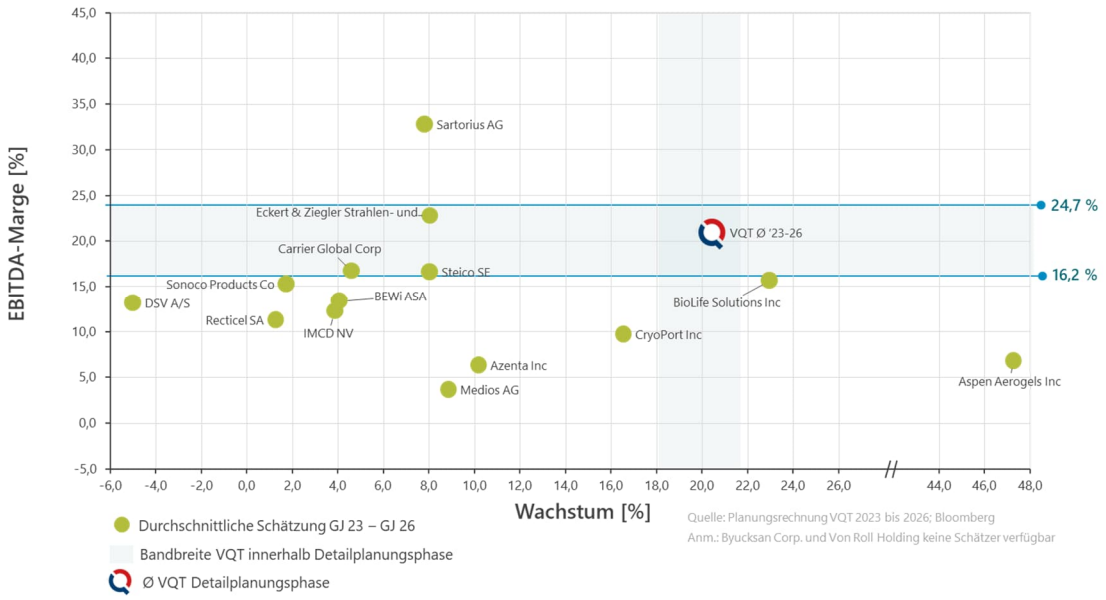
In der Detailplanungsphase sollen die **Materialaufwendungen** um jährlich durchschnittlich 20,9 % steigen. Der Materialaufwand umfasst im Wesentlichen Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und bezogene Waren sowie Aufwendungen für bezogene Leistungen. Im wesentlichen fallen diese im Rahmen der Herstellung der Vakuumpaneele, Boxen und Container bei der VQT AG (Berichtssegment Deutschland) an. Ebenfalls im Materialaufwand sind Aufwendungen für die Re-Positionierung von Containern enthalten, sofern diese nicht unmittelbar vom Bestimmungsort erneut vermietet werden können, sondern an anderer Stelle durch einen Kunden nachgefragt werden. Hierbei wiegt die Gesellschaft zwischen See- und Flugfracht auf Basis der verfügbaren Flotte, Geschwindigkeit der unterschiedlichen Transportlösungen und der Höhe der damit verbundenen Kosten ab. Diese Materialaufwendungen werden unter Berücksichtigung der erwarteten Inflation sowie der Entwicklung der Umsatzerlöse fortentwickelt. Darüber hinaus sind die sich in der Detailplanungsphase geringfügig ändernden Materialaufwandsquoten insbesondere auf die geplante Veränderung der Zusammensetzung der Umsatzerlöse (Produktmix) zurückzuführen.

Die **Personalaufwendungen** betragen im Geschäftsjahr 2023 TEUR 42.797 und werden um durchschnittlich 14,7 % p.a. auf TEUR 64.535 im Geschäftsjahr 2026 steigen. Die Planung der Personalaufwendungen wird auf Basis des bestehenden Personalbestands sowie geplanten Neueinstellungen unter der Berücksichtigung einer Inflationierung vorgenommen. In der Detailplanungsphase werden neben fixen auch variable Personalaufwendungen auf Basis der jeweiligen vertraglichen Regelungen berücksichtigt. Für die VQT AG wird im Geschäftsjahr 2023 mit einem Anstieg von rund 32 FTE geplant. Für die Geschäftsjahre 2024 bis 2026 werden jeweils 20, 40 bzw. 60 FTE aufgebaut, um das Wachstum zu unterlegen. Neben dem Anstieg der FTE wurde für die Geschäftsjahre 2024 bis 2026 ein jährlicher Anstieg der Gehälter von 6,0 % p.a. geplant. Bezogen auf die im Detailplanungszeitraum erwarteten Umsatzsteigerungen kann die Personalaufwandsquote von 31,8 % im Geschäftsjahr 2023 auf 27,4 % im Geschäftsjahr 2026 reduziert werden und damit zur Steigerung der Gesamtprofitabilität (EBITDA-Marge) beitragen.

Für die Entwicklung der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** geht die Gesellschaft davon aus, dass sich diese unterprortional zum Wachstum der Umsatzerlöse entwickeln. Zu Beginn der Detailplanungsphase im Geschäftsjahr 2023 werden sonstige betriebliche Aufwendungen in Höhe von TEUR 23.975 geplant. Dies entspricht einer Aufwandsquote von 16,8 % bezogen auf die Gesamtleistung. Bis zum Ende der Detailplanungsphase soll diese auf 11,9 % absinken. Wesentlicher Bestandteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind die Frachtkosten, welche insbesondere im Zusammenhang mit der Belieferung der Konzerngesellschaften mit den in Deutschland hergestellten Produkten stehen.

Das **EBITDA** soll bis zum Ende der Detailplanungsphase auf TEUR 58.041 ansteigen. Die EBITDA-Marge der VQT soll auf 24,7 % im Geschäftsjahr 2026 steigen und sich damit im Detailplanungszeitraum ausgehend vom Geschäftsjahr 2023 (EBITDA-Marge: 15,3 %) in jedem Jahr erhöhen. Innerhalb der Detailplanungsphase liegt die durchschnittliche EBITDA-Marge mit 19,6 % oberhalb der durchschnittlichen EBITDA-Marge im historischen Betrachtungszeitraum der Geschäftsjahre 2020 bis 2022 mit 12,6 % (bereinigt). Hierbei ist nach den uns vom Vorstand der VQT AG erteilten Auskünften zu berücksichtigen, dass das Geschäftsjahr 2021 ein außergewöhnlich erfolgreiches Jahr mit dem positiven Effekt aus dem mit der COVID-19-Pandemie im Zusammenhang stehenden Nachfragewachstum war.

Die nachfolgende Darstellung zeigt, dass die Margenerwartung der VQT AG in der Detailplanung sowohl im Geschäftsjahr 2023 mit einer EBITDA-Marge von 16,2 % als auch im Geschäftsjahr 2026 mit einer EBITDA-Marge von 24,7 % im Vergleich zur Peer Group überdurchschnittlich gut ausfällt. Die Analysen deuten zudem darauf hin, dass sich die VQT AG innerhalb der Detailplanungsphase hinsichtlich Wachstum der Umsatzerlöse gegenüber der Peer Group abhebt:



Die **Abschreibungen** des vorhandenen Anlagevermögens werden im Planungszeitraum gemäß des aktuellen Abschreibungsplans fortentwickelt. Soweit Investitionen getätigt werden sollen, werden diese durchschnittlich über einen Zeitraum von rund fünf Jahren abgeschrieben. In diesem Zusammenhang sei darauf verwiesen, dass der Vorstand der VQT AG uns bestätigt hat, dass zum Ende des Detailplanungszeitraums Umsatzeffekte aus Erweiterungsinvestitionen in vollem Umfang berücksichtigt wurden.

Einordnung und Würdigung der Plausibilität der Planungsrechnung

Mit Blick auf die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind (IDW Praxishinweis 2/20217, Tz. 5).

Eine Planungsrechnung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist, als auch konsistent an die Vergangenheits- und Lageanalyse des Bewertungsobjektes anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjektes nachvollziehbar reflektiert.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die der Planung zugrundeliegenden Annahmen erhalten und rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen nachvollzogen. Nach unseren Erkenntnissen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung i.S.d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 15 ff. gegeben.

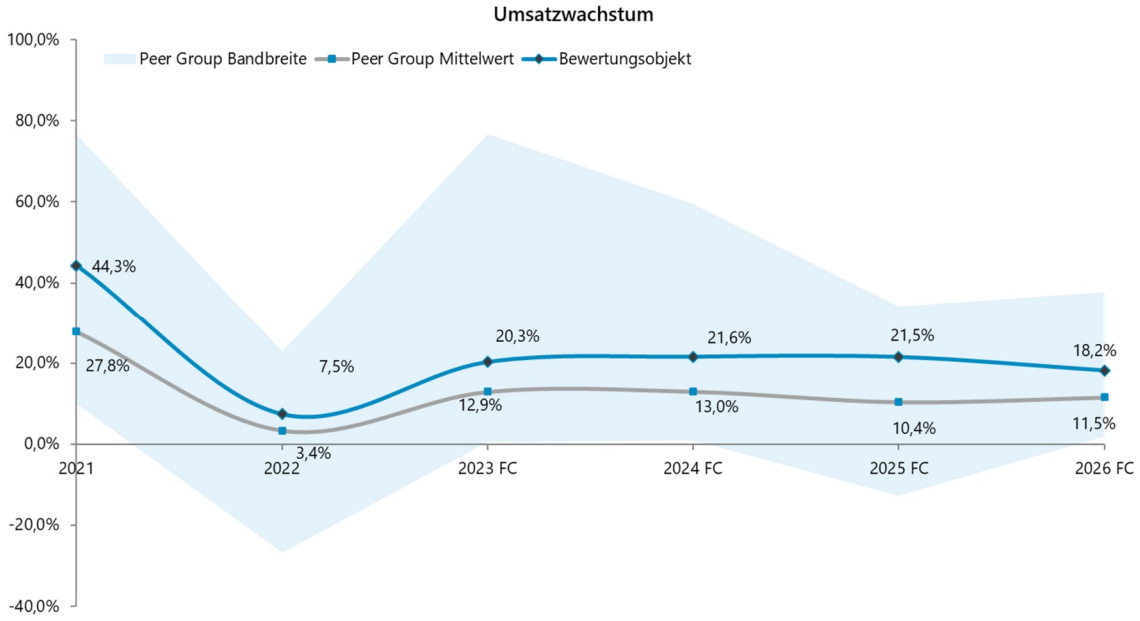
Die Prüfung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, der bereinigten Vergangenheitszahlen und umfassender und ergänzender Erläuterungen sowie zur Verfügung gestellter Unterlagen zu den getroffenen Annahmen durch den Vorstand der VQT AG vorgenommen. Die Prüfung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld vorgenommen.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017 Tz. 16 ff. unter Berücksichtigung der folgenden Einordnung gegeben.

Die Bewertungsgutachterin hat die Plausibilisierung der erwarteten Umsatzentwicklung sowie von Profitabilitätskennzahlen (EBITDA (-Marge), EBIT (-Marge)) der VQT AG und ihrer Tochtergesellschaften innerhalb der Detailplanungsphase vorgenommen.

Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir eine eigene externe Planungsplausibilisierung auf Basis von Analystenschätzungen für das Wachstum der Umsatzerlöse sowie die EBITDA- und EBIT-Margen der Peer Group-Unternehmen durchgeführt.

Die folgende Übersicht zeigt die erwartete **Umsatzentwicklung** für den Zeitraum 2021 bis 2026 der Vergleichsunternehmen. Zudem wird die historische sowie in der Planungsrechnung abgebildete Entwicklung der VQT AG dargestellt.

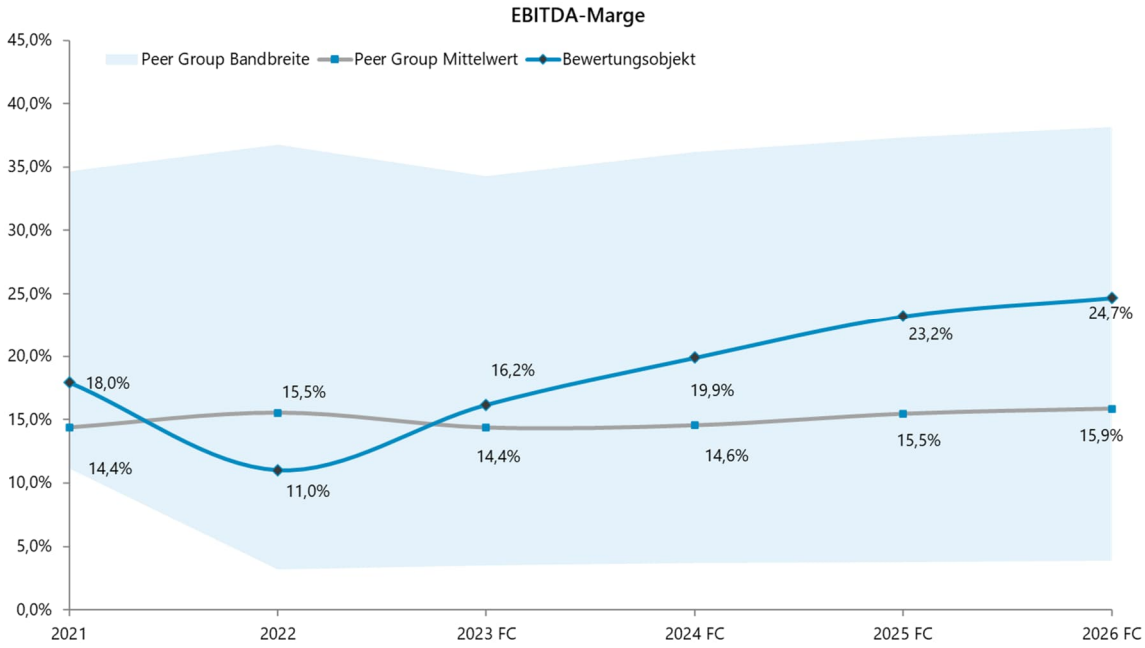


Das Wachstum der Umsatzerlöse der Peer Group Unternehmen liegt im Prognosezeitraum ab dem Geschäftsjahr 2023 auf Basis der von den Analysten geschätzten Wachstumsraten im Mittel zwischen 10,4 % und 13,0 %. Damit liegt das prognostizierte Wachstum des Bewertungsobjekts mit einer Bandbreite von 18,2 % bis 21,6 % deutlich oberhalb des Mittelwerts der Peer Group.

Darüber hinaus haben wir auch die Plausibilisierung der EBITDA-Marge der VQT AG und ihrer Tochtergesellschaften ergänzend anhand eines Benchmarkings mit der Peer Group vorgenommen. Im Zuge eigener Analysen haben wir die Analystenschätzungen auf Basis des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. für den Zeitraum 2021 bis 2026 für die EBITDA-Marge analysiert. Bei der Würdigung sind die gleichen Einschränkungen zu berücksichtigen, wie wir sie für die Plausibilisierung der Umsatzerlöse dargestellt haben.

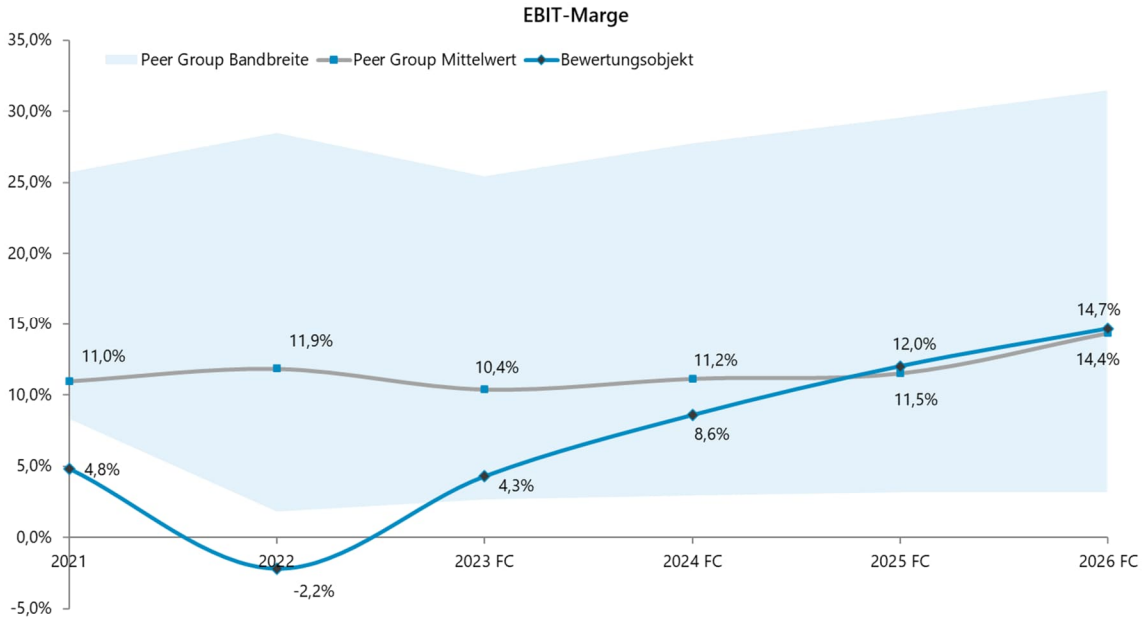
Die folgende Übersicht zeigt die erwartete Entwicklung der **EBITDA-Margen** der Vergleichsunternehmen für den Zeitraum 2021 bis 2026[26]. Zudem wird die historische sowie die in der Planungsrechnung abgebildete Entwicklung der VQT AG dargestellt.

[26] Die Benchmark Analyse wurde auf der Grundlage der Peer Group Unternehmen durchgeführt, die auch bei der Ableitung der Betafaktoren berücksichtigt wurde. Dabei haben wir uns auf die Unternehmen beschränkt, für welche ausreichend valide Analystenschätzer zur Verfügung standen.



Über den Detailplanungszeitraum von 2023 bis 2026 entwickelt sich der Peer Group Mittelwert der EBITDA-Marge von 14,4 % auf 15,9 %. Die EBITDA-Marge der VQT AG soll in der Betrachtungsperiode signifikant auf 24,7 % im Planjahr 2026 ansteigen. Dies verdeutlicht, dass die Erwartungen des Vorstands der VQT AG in der Detailplanung sowohl im Geschäftsjahr 2023 mit einer EBITDA-Marge von 16,2 % als auch in den folgenden Planjahren oberhalb des Mittelwerts der Peer Group liegen.

Im Zuge unserer Prüfungshandlungen haben wir die geplante EBIT-Marge des Bewertungsobjekts anhand eines Benchmarkings mit der Peer Group durchgeführt. Die folgende Übersicht zeigt die erwartete Entwicklung der **EBIT-Margen** für den Zeitraum 2021 bis 2026:



Ausgehend von einer EBIT-Marge von -2,2 % im Geschäftsjahr 2022 plant die Gesellschaft eine EBIT-Marge von 14,7 % zum Ende der Detailplanungsphase im Geschäftsjahr 2026. Gegenüber dem Peer Group Mittelwert wird erwartet, dass sich die VQT AG an den Mittelwert der Peer Group bis zum Geschäftsjahr 2025 annähert und schließlich diesen im Geschäftsjahr 2026 geringfügig übertrifft. In diesem Zusammenhang sei auf die Besonderheiten des Vermietungsgeschäfts der VQT AG und die daraus resultierende Kapitalbindung in Containern und Boxen sowie die entsprechenden Abschreibungen hingewiesen. Gemäß den uns erteilten Auskünften durch das Management ist die im Geschäftsjahr 2026 geplante EBIT-Marge nicht als nachhaltig anzusehen. Hierzu verweisen wir auf den Abschnitt zur Konvergenzphase.

Aufgrund von Kostensteigerungen im laufenden Geschäftsjahr 2023 hat die Gesellschaft in einzelnen Bereichen Listenpreise für Produkte und Dienstleistungen stärker als initial geplant erhöht. Nach den uns erteilten Auskünften des Managements gelten diese Preiserhöhungen nur für einen Teil der Kunden (insb. Neukunden) und sollen lediglich der Kompensation der zuvor erläuterten Kostensteigerungen dienen. In diesem Zusammenhang hat das Management auf eine Anpassung der Detailplanungsphase verzichtet. Zum Abschluss unserer Prüfung haben wir keine Hinweise dafür erlangt, dass sich aus den ab Mai 2023 avisierten Preiserhöhungen ein Überschreiten des Plans für das Geschäftsjahr 2023 ergibt. Bei der Beurteilung des Sachverhalts haben wir die durch die Gesellschaft vorgelegten Finanzzahlen des 1. Quartals 2023 mit den für diesen Zeitraum geplanten Umsatzerlösen und EBITDA in nachfolgender Tabelle gegenübergestellt:

Plan-Ist Vergleich Q1-2023	Ist Q1 2023		Plan Q1 2023		Δ
	TEUR	%	TEUR	%	TEUR
Umsatzerlöse	23.177	*100,0%*	31.507	*100,0%*	*-8.330*
Rohertrag	17.912	*77,3%*	20.584	*65,3%*	*-2.672*
EBITDA	652	*2,8%*	4.716	*15,0%*	*-4.064*

Das Management der VQT AG geht weiterhin davon aus, dass das für das Geschäftsjahr 2023 geplante Umsatzniveau erreicht werden kann und keine Anpassung der Unternehmensplanung für das Geschäftsjahr 2023 oder die folgenden Planjahre notwendig ist.

d) Weitere Planungskomponenten

Finanzergebnis

Das Finanzergebnis wurde von der Bewertungsgutachterin auf Grundlage der durch die Planungsverantwortlichen der VQT angenommenen Zins und Tilgungsplanung und unter Berücksichtigung bewertungstechnischer Anpassungen ermittelt. Ausgangspunkt der Finanzplanung zur Bestimmung des Finanzergebnisses waren zinstragende Verbindlichkeiten. Die Zinsaufwendungen resultieren insbesondere aus Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten für in Anspruch genommene Darlehen sowie die durch die VQT AG emittierten Anleihen. Die Zinsaufwendungen unterliegen einem durchschnittlichen effektiven Zinssatz in Höhe von ca. 2,8 % bis 3,3 % über die Geschäftsjahre 2023 bis 2026. Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung den in den jeweiligen Planjahren benötigten Finanzierungsbedarf ermittelt und entsprechende Rückführungen der zinstragenden Verbindlichkeiten sachgerecht abgebildet.

Erträge aus Beteiligungen wurden in der Detailplanungsphase sowie in der sich daran anschließenden Konvergenzphase aufgrund der Berücksichtigung der beiden Beteiligungen SUMTEC und ING3D als Sonderwert nicht berücksichtigt.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir das durch die Bewertungsgutachterin berücksichtigte Finanzergebnis auf Grundlage der bestehenden Finanzierungsstruktur und -konditionen, des zukünftig erwarteten Kapitalbedarfs bzw. -überschusses und den Ausschüttungsannahmen nachvollzogen. Gemäß unseren Prüfungshandlungen wurde das Finanzergebnis angemessen ermittelt.

Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der VQT AG sowie ihrer Tochtergesellschaften erfolgt nach dem gegenwärtigen Stand des Unternehmenssteuerrechts. Die Steuerquote der VQT AG wurde anhand der Ertragsteuern auf Einzelgesellschaftsebene (Kapitalgesellschaften) abgeleitet. Diese setzen sich entsprechend aus der Gewerbesteuer, der Körperschaftsteuer (15,0 %) sowie dem Solidaritätszuschlag (5,5 %), die auf inländische Erträge anfallen sowie den ausländischen Unternehmenssteuern zusammen. Die VQT AG und ihre Tochtergesellschaften verfügen zum 31. Dezember 2022 über steuerliche Verlustvorträge, welche durch die Bewertungsgutachterin als Sonderwert berücksichtigt wurden.

In der Detailplanungsphase wird bis zum Geschäftsjahr 2024 für einen Teil der Konzerngesellschaften davon ausgegangen, dass diese ein negatives Ergebnis vor Steuern erwirtschaften. Die sich hieraus in der Detailplanungsphase ergebenden steuerlichen Verlustvorträge hat die Bewertungsgutachterin in der Planung der Unternehmenssteuern berücksichtigt. Hieraus resultiert eine Steuerquote zwischen 89,4 % (Geschäftsjahr 2023) und 19,9 % (Geschäftsjahr 2026).

Insgesamt erachten wir den durch die Bewertungsgutachterin in den einzelnen Planjahren, der Konvergenzphase sowie der ewigen Rente ausgewiesenen Steueraufwand der VQT AG für angemessen abgeleitet.

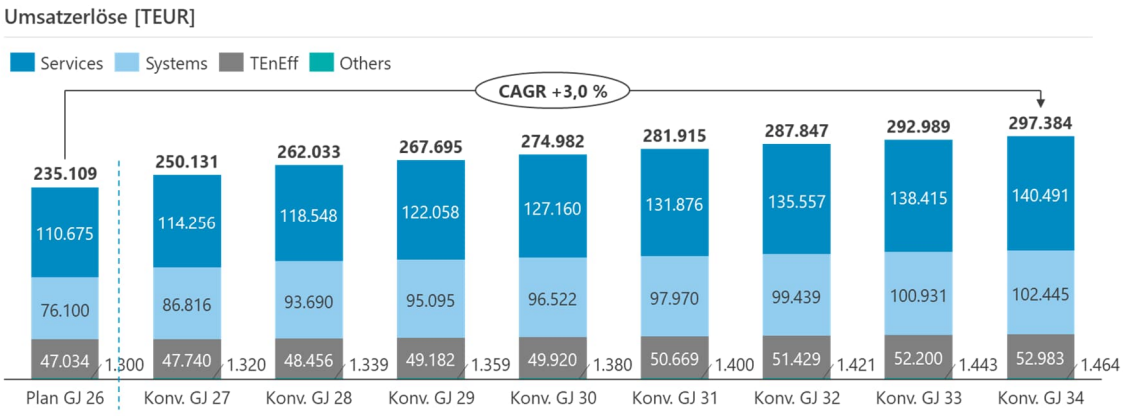
e) Konvergenzphase, nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag plausibler beurteilen und sicherer prognostizieren als für die fernere Zukunft. Zudem liegt regelmäßig (nur) für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren eine detaillierte Unternehmensplanung vor (Detailplanungsphase). Nach diesem Zeitraum müssen (zwangsläufig vereinfachende) Annahmen über die nachhaltig bzw. in der Unendlichkeit (ewige Rente) zu erwartenden Überschüsse getroffen werden. Das festzulegende Ertragsniveau des ersten Jahres der ewigen Rente kann entweder zum Ende des Detailplanungszeitraums erreicht sein oder höher (bzw. niedriger) liegen. Das nachhaltige Ergebnis kann auch unter demjenigen des letzten Planjahres oder einzelner Jahre der Detailplanungsphase liegen. Mit der Festlegung des nachhaltigen Ergebnisses verbunden ist die Annahme eines „idealen", im Hinblick auf die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage „eingeschwungenen" Gleichgewichtszustandes.

Der IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54, betont, dass die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen von der Bewertungsgutachterin selbstständig herzuleiten ist. Insofern darf das letzte Planjahr der Detailplanungsphase nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden. Bei der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Anhaltspunkte für die nachhaltig erzielbaren Renditen können sich aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie anhand von Branchenkennzahlen ergeben (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57).

Zum Ende der Detailplanungsphase befindet sich die VQT AG nicht in einem eingeschwungenen Zustand. Ihren Ausdruck findet diese Konstellation in einem nach dem Geschäftsjahr 2026 zu erwartenden weiteren Mengenwachstum, welches aus dem Geschäftsbereich TempChain resultieren soll. Im Geschäftsjahr 2026 wird ein Umsatzwachstum von 18,2 % geplant, welches sich aus Mengen- und Preis-Effekten zusammensetzt. Nach den Erwartungen des Vorstands der VQT AG wird sich das preis- und mengeninduzierte Umsatzwachstum der Gesellschaft auch nach Ende der Detailplanungsphase fortsetzen. Die Bewertungsgutachterin hat dieser Erwartung im Rahmen einer Konvergenzphase, die die Geschäftsjahre 2027 bis 2034 umfasst, Rechnung getragen.

Die Fortschreibung der Umsatzerlöse nach dem Geschäftsjahr 2026 wurde unter der Annahme einer jährlichen Preissteigerungsrate in Höhe von 1,5 % vorgenommen. Hinsichtlich der Absatzmengen hat die Bewertungsgutachterin auf Basis der im Rahmen von Gesprächen mit dem Management erlangten Erkenntnisse differenzierte Überlegungen für die unterschiedlichen Geschäftsbereiche angestellt.



Quelle: VQT Planungsrechnung GJ 23 bis GJ 26; EY Konvergenzphase

Für den Geschäftsbereich TEnEff wird im Rahmen der Konvergenzphase ein ausschließlich preisgetriebenes Umsatzwachstum von 1,5 % p.a. angenommen. Auskunftsgemäß wäre eine Steigerung des Volumens im Bereich TEnEff nur mit umfangreichen Investitionen in die Erweiterung von Produktionskapazitäten möglich.

Für den Geschäftsbereich TempChain hat die Bewertungsgutachterin jeweils für die folgenden Teilbereiche Annahmen getroffen:

Im Bereich der Vermietung von Containern ist neben geplanten Preissteigerungen die Anzahl der jährlichen Vermietungen der wesentliche Treiber der Umsatzerlöse. Innerhalb der Konvergenzphase wird von einer durchschnittlichen Steigerung (CAGR) der Vermietungen von 1,6 % ausgegangen. Das Wachstum der Vermietungen sowie die berücksichtigte Preissteigerung resultieren in einem Umsatzwachstum von durchschnittliche 3,2 % (CAGR). Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang, dass das Wachstum der Anzahl an Vermietungen nicht aus einer Steigerung der Container-Flotte resultiert. Ursächlich für die Steigerung ist die in der Detailplanungsphase angelegte Konversion der Flotte auf eine neue Containergeneration, welche im Geschäftsjahr 2033 abgeschlossen sein soll. Nach den Erläuterungen des Vorstands der Gesellschaft wird diese Generation eine um den Faktor 1,36 höhere Auslastung bzw. Reduktion von Leerfahrten gegenüber der ersten Containergeneration ermöglichen.

Für den Teilbereich der Vermietung von Boxen wird ein Wachstum der Anzahl von Vermietungen zum Ende der Detailplanungsphase im Geschäftsjahr 2026 von 8,0 % erwartet. In Abstimmung mit dem Vorstand der VQT AG hat EY dieses Wachstum über drei Konvergenzjahre abgeschmolzen (Geschäftsjahr 2027 5,4 %; Geschäftsjahr 2028 2,7 %, Geschäftsjahr 2029 0,0 %) und ist im Folgenden von einer konstanten Anzahl der Nutzung ausgegangen. Das Preiswachstum je Vermietung wurde durch die Bewertungsgutachterin mit 1,5 % p.a. bzw. in Höhe des Wachstumsabschlags angesetzt. Insgesamt ergibt sich ausgehend vom Geschäftsjahr 2026 innerhalb der Konvergenzphase ein Umsatzwachstum von durchschnittlichen 2,50 % (CAGR) aus der Vermietung der Boxen.

Auch für den Teilbereich des Boxen-Verkaufs geht die Bewertungsgutachterin davon aus, dass zum Ende der Detailplanungsphase weiteres Wachstumspotential in der Anzahl der innerhalb eines Jahres veräußerten Boxen besteht. Das Mengenwachstum im letzten Detailplanungsjahr 2026 von rund 13,2 % wird über die beiden folgenden Geschäftsjahre auf zunächst 8,8 % im Geschäftsjahr 2028 und 4,4 % im Geschäftsjahr 2029 abgeschmolzen, bis eine als nachhaltig erachtete Absatzmenge erreicht wird. Darüber hinaus berücksichtigt EY im Rahmen der Modellierung der Konvergenzphase die übergeordnete Annahme von 1,5 % jährlicher Steigerung der Absatzpreise. Aus der Kombination von Mengen- und Preiswachstum ergibt sich für die Umsatzerlöse (Box Systems) ein CAGR von 3,1 % für den Zeitraum der Geschäftsjahre 2026 bis 2034.

Für die Umsatzerlöse des Geschäftsbereichs Sonstige berücksichtigt die Bewertungsgutachterin ab dem Geschäftsjahr 2027 ein Preiswachstum von 1,5 % p.a.

Zusammenfassend ergibt sich eine Steigerung der Umsatzerlöse der VQT AG ausgehend von TEUR 235.109 im Geschäftsjahr 2026 auf TEUR 297.384 zum Ende der Konvergenzphase (CAGR 3,0 %). Wir haben die durch die Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen analysiert. Dabei haben wir Erkenntnisse aus Marktstudien sowie insbesondere die Ausführungen des Managements beachtet. Im Ergebnis halten wir die getroffenen Wachstumsannahmen bezüglich der Umsatzerlöse in der Konvergenzphase für angemessen.

Gewinn- und Verlustrechnung	Plan GJ 26	Konv. GJ 27	Konv. GJ 28	Konv. GJ 29	Konv. GJ 30	Konv. GJ 31	Konv. GJ 32	Konv. GJ 33	Konv. GJ 34
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	235.109	250.131	262.033	267.695	274.982	281.915	287.847	292.989	297.384
Bestandsveränderung	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierte Eigenleistungen	14.807	0	0	0	0	0	0	0	0
Gesamtleistung	249.916	250.131	262.033	267.695	274.982	281.915	287.847	292.989	297.384
Materialaufwand	-99.678	-89.849	-93.862	-95.836	-98.343	-100.736	-102.804	-104.616	-106.185
Rohertrag	150.238	160.281	168.171	171.859	176.639	181.179	185.043	188.373	191.199
Sonstige betr. Erträge	2.097	1.161	1.179	1.196	1.214	1.233	1.251	1.270	1.289
Personalaufwand	-64.535	-67.520	-69.846	-70.939	-72.337	-73.657	-74.779	-75.747	-76.569
Sonstige betr. Aufwendungen	-29.759	-30.205	-30.658	-31.118	-31.585	-32.059	-32.540	-33.028	-33.523
EBITDA	58.041	63.717	68.845	70.998	73.931	76.695	78.975	80.869	82.395
Abschreibungen	-23.572	-23.369	-22.938	-22.530	-22.844	-22.965	-24.344	-25.327	-25.790
EBIT	34.469	40.348	45.907	48.468	51.087	53.730	54.631	55.541	56.605
in % der Gesamtleistung									
Rohertrag	*60,1%*	*64,1%*	*64,2%*	*64,2%*	*64,2%*	*64,3%*	*64,3%*	*64,3%*	*64,3%*
Personalaufwand	*-25,8%*	*-27,0%*	*-26,7%*	*-26,5%*	*-26,3%*	*-26,1%*	*-26,0%*	*-25,9%*	*-25,7%*
EBITDA	*23,2%*	*25,5%*	*26,3%*	*26,5%*	*26,9%*	*27,2%*	*27,4%*	*27,6%*	*27,7%*
EBIT	*13,8%*	*16,1%*	*17,5%*	*18,1%*	*18,6%*	*19,1%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*

Quelle: Planungsrechnung VQT, EY Konvergenzphase, Analysen Ebner Stolz

In Abhängigkeit der sich in der Konvergenzphase verändernden anteiligen Zusammensetzung der Umsatzerlöse für TempChain und TEnEff hat die Bewertungsgutachterin periodenspezifisch die Höhe der Rohertragsmarge ermittelt. Durch das überproportionale Wachstum der TempChain-Umsätze verbessert sich die Konzern-Rohertragsmarge geringfügig von 63,9 % im Geschäftsjahr 2026 auf nachhaltig 64,3 %.

Der Personalaufwand wurde unter Berücksichtigung des Umsatzwachstums fortentwickelt. Dabei hat die Bewertungsgutachterin Überlegungen hinsichtlich der Abhängigkeit von Wachstum des Personalaufwands bei steigenden Erlösen mit dem Management diskutiert und auf Basis der für die Detailplanungsphase getroffenen Annahmen vereinfacht im Rahmen der Konvergenzphase berücksichtigt. Wir erachten die in der Konvergenzphase angenommene Verbesserung der Aufwandsquote als sachgerecht. Hinsichtlich der Erläuterung der übrigen Posten der Konvergenzphase verweisen wir auf die Ausführungen in der Gutachtlichen Stellungnahme der Bewertungsgutachterin in Abschnitt 5.

Die EBITDA-Marge der VQT AG soll auf Grund der zuvor beschriebenen Effekte innerhalb der Konvergenzphase zunächst auf 25,5 % im Geschäftsjahr 2027 ansteigen und dann sukzessive im Verlauf der Konvergenzphase auf 27,7 % für den Übergang in die Phase der ewigen Rente ansteigen. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin in der Konvergenzphase unterstellte Entwicklung der EBITDA-Marge vor dem Hintergrund der getroffenen Annahmen sowie auf Basis der innerhalb der Peer Group zu beobachtenden bzw. erwarteten EBITDA-Margen für plausibel. Die auf Basis der Überlegungen zur Konvergenzphase abgeleitete EBITDA-Marge ist nach Einschätzung des Managements ambitioniert, jedoch nachhaltig erreichbar.

Wir haben die Annahmen zur Konvergenzphase analysiert und halten sie für angemessen und sachgerecht abgeleitet. Die in der Konvergenzphase abgeleitete und nachhaltig in der ewigen Rente erwartete EBITDA-Marge in Höhe von 27,7 % (EBIT-Marge: 18,6 %) liegt innerhalb der aus der Peer Group abgeleiteten Bandbreite. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Berechnungen und Erläuterungen der Bewertungsgutachterin in Bezug auf die Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses sowie die Ableitung der nachhaltigen Investitionen nachvollzogen. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin unterstellten nachhaltigen EBITDA-Margen vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung sowie der Entwicklung und Annahmen im Planungszeitraum für plausibel.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollauskehrung (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) der finanziellen Überschüsse unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich die in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesenen Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickeln (WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455). Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen Teile des nachhaltigen Ergebnisses definitiv einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad realisiert werden kann – sogenannte **Wachstumsthesaurierung** (Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.). Dies folgt bereits daraus, dass einkaufs- und absatzabhängige Positionen (z. B. Working Capital) der Preissteigerung folgen werden und auch der Ersatz von Anlagegütern einer Inflation unterliegt. Mit anderen Worten wachsen grundsätzlich alle Gewinn- und Verlustpositionen sowie die Posten der Bilanz jährlich in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate. Eine Ausnahme stellen solche Bilanzposten dar, deren Veränderung entweder nicht zahlungswirksam ist, wie z. B. aktive oder passive latente Steuern, oder für die in der ewigen Rente kein Wachstum zu unterstellen ist, wie z. B. für einen historisch erworbenen bilanziellen Goodwill. Der Betrag der Wachstumsthesaurierung ergibt sich - bei bilanzieller Betrachtung - aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Detailplanungsphase (Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.56).

Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums ist grundsätzlich in der ewigen Rente eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate, bezogen auf das wirtschaftliche Eigenkapital zum 31. Dezember 2027 zu berücksichtigen (OLG Frankfurt a. M., 17. Januar 2017, 21 W 37/12; OLG Düsseldorf, 12. November 2015, 26 W 9/14; OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10). Bei der Ableitung des sogenannten wirtschaftlichen Eigenkapitals sind jene Bilanzposten zu korrigieren, die inflationsbedingt keinem zahlungswirksamen Wachstum unterliegen.

Die nachhaltig unterstellten Investitionsbeträge liegen regelmäßig über den nachhaltig geplanten Abschreibungen (Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108). Die wachstumsbedingt thesaurierten Mittel verbleiben dauerhaft im Unternehmen und dienen der Erwirtschaftung von Wachstum und damit der Unternehmenswertsteigerung nach dem letzten Planjahr.

Ergebnis unserer Prüfungshandlungen

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir ausgehend von den normalisierten Vergangenheitszahlen die Unternehmensplanung der VQT AG auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht (IDW Praxishinweis, 2/2017, Tz. 5). Wir haben in verschiedenen Interviews mit dem Vorstand der VQT AG ausführlich die wesentlichen Planungsprämissen in der Detailplanungsphase und das jeweilige Markt- und Wettbewerbsumfeld diskutiert. Die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Aussagen zur Entwicklung der relevanten Märkte sowie zur Entwicklung der Wettbewerber haben wir nachvollzogen.

Vor dem Hintergrund unserer Prüfungshandlungen halten wir die Annahmen der Detailplanungsphase und das durch die Bewertungsgutachterin abgeleitete nachhaltige Ergebnis für die VQT AG für plausibel und auf der Grundlage des bestehenden Unternehmenskonzepts sowie des Marktumfelds, insbesondere mit Blick auf den erwartbaren Rückgang der im Zusammenhang mit der COVID-19 Pandemie in der Vergangenheit erzielten Umsatzerlöse, für ambitioniert, jedoch nachvollziehbar abgeleitet. Nach unserer Einschätzung, den uns erteilten Auskünften und auf Basis der uns vorliegenden Marktstudien spiegelt die vorliegende Planung die Chancen und Risiken der Geschäftstätigkeit der VQT AG aus heutiger Sicht angemessen wider (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 16).

Die erwartete Umsatz- und Ergebnisentwicklung ist im Wesentlichen von dem in der Detailplanungsphase erwarteten Mengenwachstum abhängig. Hinsichtlich der erwarteten Ergebnisentwicklung ist das aus dem Vermietungsgeschäft resultierende Risiko einer hinter den Erwartungen zurückbleibenden Anzahl an Vermietungen zu benennen. Erst eine ausreichende Anzahl an Vermietungen führt zu einer angemessenen Rendite auf das in Containern und Boxen gebundene Kapital und stellt somit die Deckung der anteiligen Fixkosten sicher. Für die VQT AG ergeben sich darüber hinaus Wachstumslimitierungen durch die vorhandenen Produktionskapazitäten. Wachstumschancen können sich hingegen aus einer zunehmenden Bedeutung von Medikamenten auf Biotech-Basis sowie der weiter zunehmenden Regulatorik im Bereich der energetischen Sanierung von Bestandsimmobilien und bei der Dämmung von Neubauten ergeben.

Wir weisen darauf hin, dass die Planungsrechnung nach den uns erteilten Auskünften und unseren bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen die aktuelle Struktur der VQT AG sowie alle aus der Perspektive des Bewertungsstichtags hinreichend konkretisierten Effekte abbildet, die ohne Durchführung der der Bewertung zugrunde liegenden Maßnahme (hier: Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag) unter der Annahme der (eigenständigen) Unternehmensfortführung zu erwarten sind.

Zusammenfassend halten wir die Planungsrechnung, die durch die Bewertungsgutachterin abgeleitete Konvergenzphase und die ewige Rente, auf Basis unserer Analysen als eine geeignete Basis für die Ertragswertermittlung. Insbesondere vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung der VQT AG, der Analyse der Planungstreue für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022, der Erkenntnisse aus der Markt- und Wettbewerbsanalyse sowie unter Berücksichtigung der von dem Vorstand der VQT AG erteilten Auskünfte, erachten wir die Verwendung der Planungsrechnung der VQT AG für sachgerecht.

f) Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114).

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

Basiszinssatz

Die Bewertungsgutachterin EY hat den risikolosen Basiszinssatz entsprechend den Empfehlungen des FAUB aus der Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen abgeleitet. Dazu wurde der Zeitraum 1. April 2023 bis 30. Juni 2023 herangezogen. Die Bewertungsgutachterin gelangt zu einem gerundeten Basiszinssatz von 2,50 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 1,84 % (nach persönlichen Steuern).

Als Datenbasis wurden für die Ermittlung des Basiszinssatzes die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank gewählt. Die entsprechenden Parameter der Svensson-Methode finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Mittels dieser Parameter lassen sich Zinssätze für hypothetische Zerobonds (Spot Rates) ableiten und damit tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis 30 Jahre schätzen. Aus der beobachtbaren Entwicklung der Parameter der Schätzfunktion lässt sich deren begrenzte Verwendbarkeit zur Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen erkennen. Vor diesem Hintergrund können nach Ansicht des FAUB (IDW-FN 2008, S. 491) mangels verfügbarer Marktdaten aus gehandelten Anleihen für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze und aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert konstant fortgeschrieben werden.

Zur Glättung von kurzfristigen Marktschwankungen sowie zur Vermeidung von Schätzfehlern werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate herangezogen (OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21; OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.70). Es wird auf einen dreimonatigen Zeitraum abgestellt, um so kurzfristige Schwankungen zu glätten, die bei einem kürzeren Zeitraum zu Verwerfungen führen würden. Ein längerer Zeitraum als drei Monate würde hingegen aktuelle Entwicklungen vernachlässigen. Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB (Fragen und Antworten zu IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschnitt 4.2 i.V.m. Abschnitt 3.1, IDW Life 2020, S. 955).

Bei unmittelbarer Verwendung der Zinsstrukturkurve ist der für jedes Jahr geplante finanzielle Überschuss mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz verwendet werden, welcher zum gleichen Ergebnis führt (FAUB, WPg 2023, S. 134 ff.; OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15; OLG Stuttgart, 27. Juli 2015, 20 W 5/14).

Entsprechend der Empfehlung des FAUB (IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.) ist der einheitliche Basiszinssatz auf 1/4-Prozentpunkte kaufmännisch zu runden. Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden (OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18; OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17). Festzuhalten ist, dass die aktuelle berufsständische Empfehlung zur Rundung weder einseitig zu Lasten einer Partei noch willkürlich, d. h. ohne sachlichen Grund, ist.

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und gelangen für einen Dreimonatszeitraum bis zum Ende unserer Prüfungsarbeiten übereinstimmend zu einem gerundeten Basiszinssatz vor Steuern von 2,50 %. Der Basiszinssatz wurde sachgerecht um typisierte Ertragsteuern gekürzt (25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag). Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 1,84 %.

Im Hinblick auf die Überprüfung der Höhe des Basiszinssatzes weisen wir vorsorglich darauf hin, dass es sich um eine auf einen Stichtag bezogene Größe und keinen nur für einen einzelnen Stichtag erhobenen Wert handelt (LG Hamburg, 16. Dezember 2021, 404a HKO 103/06). Ferner endet der Dreimonatszeitraum am Tag vor der Hauptversammlung (OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13). Es ergibt sich aus der Natur einer am Vormittag beginnenden Hauptversammlung, dass Parameter wie Börsenkurse oder Zinsstrukturzahlen, die erst nach Ablauf des Handelstages festgestellt werden, nicht in die Wertfindung einzubeziehen sind.

Risikozuschlag

Bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Trotz teilweisem Vorbehalt ist festzuhalten, dass diesem Kapitalmarktmodell in der nationalen und internationalen Bewertungspraxis überragende Akzeptanz zukommt und deshalb zu Recht als State of the Art angesehen wird (vgl. für alle: van Rossum, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl., 2020, § 305 Tz. 147).

Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierten Risikozuschlags (WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; Dörschell et al., Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 27 f.). Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM entspricht auch der gefestigten oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung (OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/161; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200).

Soweit an der Anwendbarkeit des CAPM vereinzelt Kritik geübt wird, stellt diese in der Regel darauf ab, dass auch beim CAPM eine Reihe von Parametern durch Einschätzungen des Bewertungsgutachters gefüllt werden müssen. Dies gilt indes gleichermaßen für alle anderen Kapitalmarktmodelle, unabhängig von deren Komplexität. Der Vorteil des CAPM liegt jedoch gerade darin, dass die relevanten Parameter in der wissenschaftlichen Forschung wie auch in der praktischen und juristischen Befassung mittlerweile deutlich herausgearbeitet und ausführlich diskutiert wurden (FAUB, WPg 2023, S. 134 ff.). Schon dadurch ist die Anwendung des CAPM einer bloßen Adhoc-Schätzung ohne theoretische Fundierung überlegen. Auch kann wohl konstatiert werden, dass zum heutigen Zeitpunkt kein anderes Kapitalmarktmodell existiert, das dem CAPM überlegen ist (kritisch zur Arbitrage Pricing Theory und dem Mehrfaktorenmodell von Fama/French: LG München I, 28. März, 2014, 5 HK O 18925/08; LG München I, 14. Februar 2014, 5 HKO 16505/08; sowie zum Dividend Discount Model: OLG Frankfurt, 30. August 2008, 21 W 14/11).

Da Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert. Hierdurch kann insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen abgebildet werden.

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragsteuern zusammen. Die komplexe Größe des unternehmensspezifischen Risikozuschlags wird hierbei in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor, zerlegt.

Marktrisikoprämie

Die Rechtsprechung verweist regelmäßig auf die Aussage des BGH, nach der in Bezug auf die maßgebliche Bewertungsmethode entscheidend sei, „dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist" (bspw. OLG Stuttgart, 20. August 2018, 20 W 2/13; BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14; BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14). Dasselbe muss auch für die bei der Umsetzung der Bewertungsmethode anzusetzenden Parameter gelten; d. h. auch für die Marktrisikoprämie. Demnach muss die für die Ableitung der Parameter angewendete Methodik bzw. die Ausprägung einzelner Parameter in der Wirtschaftswissenschaft grundsätzlich anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein. Allerdings ist eine empirisch genaue und unter allen Kapitalmarktbedingungen eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie - als Punktschätzung - nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich (OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20; OLG Jena, 3. März 2021, 2 W 407/08; OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15).

Es kann zumindest nicht die Aufgabe der Rechtsprechung sein, eine Lösung für bewertungsmethodische Ansätze zu entwickeln, für die in der Betriebswirtschaftslehre teilweise unterschiedliche Auffassungen vertreten werden. Insbesondere für die Marktrisikoprämie ist eine Vielzahl von Studien bzw. Veröffentlichungen unterschiedlicher Motivation, Ableitungsmethodik, Datengrundlagen und Qualität zu finden. In der Praxis als Expertenauffassung (OLG Düsseldorf, 10. April 2019, 26 W 6/17) anerkannt sind die Bandbreitenempfehlungen des FAUB, die dementsprechend von der Rechtsprechung regelmäßig als sachgerechte Grundlage für die Schätzung der Marktrisikoprämie (nach § 287 Abs. 2 ZPO) herangezogen werden (OLG Bremen, 29. März 2019, 2 W 68/18; OLG Stuttgart, 26. Juni 2019, 20 W 27/18; OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17; OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15).

Mit der Veröffentlichung vom Oktober 2012 hielt es der FAUB für sachgerecht, sich an einer gegenüber früheren Empfehlungen (4,0 % bis 5,0 % Marktrisikoprämie nach Steuern) erhöhten Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % für die Marktrisikoprämie nach Steuern (Abgeltungsteuer) zu orientieren. In den uns bekannten jüngeren Entscheidungen der verschiedenen Oberlandesgerichte, die zu Stichtagen unter dieser Bandbreitenempfehlung ergangen sind, wird regelmäßig mit **5,5 % der Mittelwert der Bandbreite** als angemessen eingeschätzt (Ruthardt/Popp, AG 2020, 322, 326 ff.; Popp, Der Konzern 2020, S. 444 f.; OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19; OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17; OLG Bremen, 15. Mai 2020, 2 W 47/19; OLG Schleswig, 9. März 2020, 9 W 169/15 (6,0 %); OLG Düsseldorf, 30. April 2018, 26 W 4/16; OLG Dresden, 16. August 2017, 8 W 244/17; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15; OLG Celle, 17. Juni 2016, 9 W 42/16).

Der FAUB beobachtet kontinuierlich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Bandbreitenempfehlungen anzupassen sind. Dazu werden nach einem **pluralistischen Ansatz** historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie ex ante Analysen impliziter Marktrisikoprämien betrachtet (für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes Castedello et al., WPg 2018, S. 806 ff.). Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht alleine auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Der FAUB hat in seiner Sitzung vom 22. Oktober 2019 beschlossen, die Bandbreitenempfehlung auf eine Bandbreite von **5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** leicht nach oben zu erweitern (IDW Life 2019, S. 818 f.).

In der Sitzung vom 19. September 2022 hat der FAUB festgestellt, dass zwar seit Februar 2022 deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten seien. Allerdings gehe dies bis zu diesem Zeitpunkt mit ebenfalls deutlich gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der ex ante-Methode (implizite Kapitalkosten) einher. Unter Würdigung dieser Entwicklungen bei gleichzeitigem Festhalten an der Methodenpluralität sieht der FAUB daher derzeit in der Gesamtschau (weiterhin) keinen Handlungsbedarf, die Empfehlungen zur Marktrisikoprämie anzupassen. Der FAUB hält es somit weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern zu orientieren (Berichterstattung über die 159. Sitzung des FAUB am 19. September 2022). Diese Auffassung hat der FAUB in seiner Sitzung am 26. April 2023 bestätigt.

Für Bewertungszwecke ist die Bandbreitenempfehlung des FAUB auf eine Punktschätzung zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung - bestätigt durch die Rechtsprechung - in aller Regel auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung. Gründe für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite können vor allem in einer in der jüngeren Vergangenheit beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion liegen, wie dies den Empfehlungen des FAUB zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012 zugrunde lag (IDW Fachnachrichten 2/2012, S. 122; OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15). Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite können spiegelbildlich hierzu u. a. bei einer geringeren Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer gesunkenen Risikoaversion gegeben sein (Großfeld/ Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 180).

Die Bewertungsgutachterin hat die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit **5,75** % festgelegt. Damit erfolgt die Festlegung in Höhe des Mittelwerts der Bandbreitenempfehlung des FAUB für die Marktrisikoprämie nach persönlicher Steuer. Dieser Wert wurde auch bereits in gerichtlichen Entscheidungen als angemessen betrachtet (LG München, 5 HK O 4509/21). Auf Basis unserer ergänzenden Analysen halten wir die von der Bewertungsgutachterin festgesetzte **Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,75** % für angemessen. Die verwendete Marktrisikoprämie liegt innerhalb der vom IDW empfohlenen Bandbreite und entspricht einer anerkannten Expertenauffassung.

Betafaktor

Der Betafaktor misst im Rahmen des (Tax-) CAPM das systematische, nicht durch Portfoliobildung diversifizierbare Risiko der Aktie und wird als Maß für die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos gesehen (OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98). Abweichungen des tatsächlichen künftigen Zahlungsstroms vom Erwartungswert des künftigen Zahlungsstroms stellen Risiken für die Anteilseigner dar (Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 93). Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert (OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11).

Nach dem CAPM wird unterstellt, dass Anleger in der Lage sind, durch den Erwerb von Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen ihre Risikoposition zu vermindern („Diversifikation"). Daher wird zwischen dem sogenannten „**systematischen Risiko**", das sich durch Diversifikation nicht vermindern lässt, und dem diversifizierbaren sogenannten „**unsystematischen Risiko**" unterschieden. Nach dem CAPM abgeleitete Risikoprämien enthalten daher nur eine Kompensation für das im Betafaktor erfasste systematische, nicht weiter diversifizierbare Risiko.

Das bewertungsrelevante, systematische Risiko eines Unternehmens lässt sich weiter unterteilen in das **operative Risiko**, d. h. das der Geschäftstätigkeit innewohnende Risiko, und das **Kapitalstrukturrisiko**. Letzteres basiert auf der Tatsache, dass mit zunehmendem Verschuldungsgrad die Schwankung der an die Anteilseigner fließenden Überschüsse zunimmt.

Als Ausgangspunkt für die Schätzung des zukünftigen Betafaktors wird in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung regelmäßig auf historische Aktienrenditen abgestellt. Der Betafaktor wird demnach anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (als zu erklärende, abhängige Variable) auf die Rendite eines Aktienindex (als zu erklärende, unabhängige Variable) ermittelt. In der Vergangenheit wurde die Aussagekraft des Betafaktors regelmäßig anhand statistischer Kriterien (Bestimmtheitsmaß, t-Test) überprüft. Die Voraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich die Aktienrenditen und damit die zugrundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Daher wird inzwischen zunehmend (auch) auf die Liquidität der Aktie abgestellt, um die grundsätzliche Prognoseeignung der ermittelten Betafaktoren einzuschätzen. Als Liquiditätsmaße werden bspw. die Geld-Brief-Spanne oder der Handelsumsatz genannt, wobei sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept herausgebildet hat. Zudem existieren (derzeit) für die einzelnen Messkonzepte keine allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide Aktien" (Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.).

Daneben ist zu beachten, dass aus dem reinen „Erfüllen" von einzelnen oder mehreren bzw. allen Messgrößen nicht ohne weitere Überlegungen auf die Prognoseeignung der historischen Kurse bzw. des Betafaktors geschlossen werden kann. Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos anhand des (originären) Betafaktors setzt voraus, dass dieser verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann. Somit ist auch eine Analyse der Kursentwicklung im Hinblick auf Strukturbrüche oder sonstige verzerrende Ereignisse, wie bspw. Übernahmegerüchte/-verfahren, vorzunehmen. Bei (faktisch) beherrschten Unternehmen wird der (originäre) Betafaktor regelmäßig keine Prognoseeignung für die Unternehmensbewertung aufweisen (Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 329; OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18).

Eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz ist für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung notwendig. Ein erhöhter Stichprobenumfang erhöht aus statistischer Sicht die Ergebnisgenauigkeit. In der Praxis werden überwiegend Beobachtungszeiträume von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet (OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11; OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09).

Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren (OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10; OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11; LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08). Lange Zeiträume, in denen abnormale Kursschwankungen durch Strukturbrüche stattgefunden haben, die u. a. durch einen Börsengang oder ein Squeeze-Out-Verfahren hervorgerufen wurden, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet (OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08). Kurzfristig gemessene Betafaktoren können einerseits derzeit (noch) durch die COVID-19-Pandemie bzw. die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine beeinflusst sein, da an den Börsen hohe Kursschwankungen zu beobachten sind bzw. waren. Andererseits ist es gerade im aktuellen Umfeld auch geboten, krisenbedingte Veränderungen des Betafaktors zu berücksichtigen, soweit diese aus einer nachhaltigen Veränderung des Geschäftsmodells resultieren (Castedello/Tschöpel, WPg 2020, S. 914).

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta" bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungsformel mit einem Gesamtmarktbeta von eins in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta". Das Adjusted Beta entsprechend der sogenannten „Blume-Anpassung" stellt im Finanzbereich die am häufigsten zu beobachtende Beta-Adjustierung dar (vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77). Bei diesem Verfahren wird das Raw Beta mit 0,667 (=2/3) multipliziert und 0,333 hinzuaddiert. Bei der Adjustierung nach „Vasicek" werden verschuldete Raw Betas umso stärker in Richtung eines bekannten Referenzwertes (z. B. des Marktdurchschnitts) gewichtet, je größer der Standardfehler der Betaschätzung ist.

In der Bewertungspraxis wird sowohl auf Adjusted- als auch auf Raw-Betafaktoren zurückgegriffen (WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410). Der Rechtssprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten Betafaktoren ein generelller Vorrang eingeräumt würde und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird (OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 101 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 50 (BeckRS); LG Hamburg, 26. September 2019, 412 HKO 156/16, Beschlusstext S. 35; LG Stuttgart, 24. September 2018, 42 O 49/16, Beschlusstext S. 28; LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, S. 21 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 58 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 23. Juli 2015, 12a W 4/15, Tz. 66 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 (juris)). Für Zwecke der Netzregulierung hat sich der BGH für die Adjustierung nach Vasicek ausgesprochen (BGH, 27. Januar 2015, ENVR 37/13, Tz. 10 (www.bundesgerichtshof.juris)). Nach Auffassung des OLG München ist eine Adjustierung nicht pauschal abzulehnen (OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext S. 23 i.V.m. LG München I, 20. November 2015, 5 HK O 5593/14, Beschlusstext, S. 84). Im Ergebnis gleicher Ansicht im Hinblick auf die umstrittene Frage hat das LG München I die Adjustierung nach der Blume-Anpassung nicht beanstandet (LG München I, 29. August 2018, 5 HK 16585/15, Beschlusstext S. 112 ff.; gl.A. OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20, Beschlusstext S. 7; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 60).

Originärer Betafaktor der VQT AG

Für börsennotierte Unternehmen wie die VQT AG kann grundsätzlich ein - historischer - Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist nach der Auffassung des OLG Stuttgart (Vorlagebeschluss, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08; BGH, 19. Juli 2010) ein unternehmenseigener Betafaktor aufgrund historisch beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme grundsätzlich ungeeignet. Vielmehr wird gefordert, dass die Messperiode für die Ermittlung des **unternehmenseigenen Betafaktors** am **Tag der Bekanntmachung der Maßnahme** enden muss (Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.98; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07; LG Hannover, 2. März 2016, 13 O 191/09; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07).

Die Aktien der VQT AG sind seit dem 30. September 2016 zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen.

Die Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der EQT abzuschließen, erfolgte am 9. Dezember 2022 um 17:34 Uhr durch die VQT AG. In der folgenden Übersicht wird der originäre Betafaktor der VQT AG über einen zweijährigen Zeitraum bei wöchentlichen Renditeintervallen sowie einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum bei monatlichen Renditeintervallen, bezogen auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe des geplanten Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der EQT durch die VQT AG, dargestellt. Wir haben unserer Analyse einen breiten lokalen Vergleichsindex (CDAX Index) zugrunde gelegt. Ergänzend haben wir für beide Zeitraum-Intervall-Kombinationen Betafaktoren unter Verwendung eines breiten globalen Index (MSCI World Index) ermittelt. Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse haben wir auf einen Tag vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme, den 8. Dezember 2022, abgestellt.

Orginärer Betafaktor der VQT AG zum 8. Dezember 2022

Name	Renditebeobachtung	Index	R^2	Levered Raw Beta	Unlevered Beta
VQT AG	2-Jahre wöchentlich	CDAX	0,22	1,45	1,24
		MSCI	0,19	1,34	1,18
	5-Jahre montatlich	CDAX	0,38	2,17	1,87
		MSCI	0,32	2,13	1,90

Quelle: Bloomberg L.P., eigene Berechnungen

Die Aussagekraft des ermittelten originären Betafaktors haben wir zunächst mittels statistischer Signifikanzkriterien (t-Test) geprüft. Nach dieser Prüfung sind alle dargestellten Betafaktoren statistisch signifikant. Die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen liegen über den Zeitraum der

letzten fünf Jahre bei 1,1 % und somit unterhalb den in der Rechtsprechung als kritisch eingestuften Werten. Daneben wurde die Aktie der VQT AG über die letzten fünf Jahre regelmäßig gehandelt. Somit kann der originäre Betafaktor der VQT AG für die Bewertung grundsätzlich als geeignet angesehen werden.

Die Bewertungsgutachterin hat den Betafaktor der VQT AG auf Basis der Daten des Datenbankdienstleisters S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Capital IQ), einer Gesellschaft der S&P Global Inc., New York City/USA („S&P Global Market Intelligence"), ermittelt und analysiert. Die Bewertungsgutachterin ermittelt für einen Zeitraum von zwei Jahren auf Basis wöchentlicher Renditen bei Regression gegen den CDAX einen (raw oder unverschuldeten) Betafaktor in Höhe von 1,23 und für einen Zeitraum von fünf Jahren auf Basis monatlicher Renditen bei einer Regression gegen den CDAX einen (raw oder unverschuldeten) Betafaktor in Höhe von 1,81. Da die Bewertungsgutachterin einen Betafaktor auf der Grundlage einer Peer Group in Höhe von 1,08 angesetzt hat, der unterhalb der ermittelten originären Betafaktoren der VQT AG liegt, erachten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin für angemessen. Es kann daher auch dahingestellt bleiben, ob der originäre Betafaktor grundsätzlich geeignet wäre und Verwendung finden könnte oder nicht.

Betafaktor der Peer Group

Die Bewertungsgutachterin hat entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen (Peer Group) abgestellt. Der Rückgriff auf die Betafaktoren einer Peer Group wird auch von der Rechtsprechung anerkannt (OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16; OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15). Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen (OLG Jena, 3. März 2021, 2 W 407/18; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15; OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17).

Die Bewertungsgutachterin hat für die Ableitung eines Betafaktors aus einer Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen eine mehrstufige Analyse durchgeführt. Festzuhalten ist, dass es kein börsennotiertes Unternehmen gibt, das in seiner Gesamtheit unmittelbar mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar oder nur auf demselben regionalen Markt vertreten ist. Unterschiede der Peer Group-Unternehmen ergeben sich aus der singulären Stellung des Bewertungsobjektes und sind unvermeidbar (OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19). Daher hat die Bewertungsgutachterin hinsichtlich des Geschäftsmodells, spezifischer Produktsegmente und Produktarten, regionaler Abdeckung und Größe nach vergleichbaren Unternehmen recherchiert (OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19; OLG Düsseldorf, 11. Mai 2020, 26 W 14/17).

Es erfolgte zur Identifikation von Peer Group-Unternehmen ein Screening auf Basis qualitativer sowie quantitativer Kriterien, um die Vergleichbarkeit mit der VQT AG zu überprüfen. Unter Zuhilfenahme der Finanzinformationsdatenbank S&P Global Market Intelligence LLC wurden in einem ersten Schritt börsennotierte Unternehmen identifiziert, indem Unternehmen der Sektoren „Building Products" und „Industrial Machinery" untersucht wurden, deren Marktkapitalisierung größer als TEUR 5.000 ist. Bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen wurde darauf geachtet, dass die entsprechenden Unternehmen mindestens eines der folgenden Kriterien erfüllen:

- Vakuumisolationspaneele
- Phasenwechselmaterialien
- Wärmedämmung
- Thermische Verpackungslösungen
- Isolierung

Durch qualitative Kriterien wie die operative Vergleichbarkeit hinsichtlich des Produktportfolios und des Geschäftsmodells, die Größe oder die geographische Vergleichbarkeit erfolgte eine weitere Verdichtung der Peer Group. Im Hinblick auf die geografische Vergleichbarkeit wurde keine geografische Segmentierung der Unternehmen vorgenommen, da das Bewertungsobjekt global tätig ist.

Die quantitative Vergleichbarkeit wurde im Wesentlichen durch den Anteil vergleichbarer Umsätze zur VQT auf Basis von vergleichbaren Umsätzen der Peer Group-Unternehmen hergestellt. Die Beurteilung der Bewertungsgutachterin erfolgte neben der Analyse des Geschäftsmodells nach den Umsatzerlösen (Größe) und einer Analyse der geografischen Segmentierung hinsichtlich der Differenzierung in Industrie- und Schwellenländer.

Darüber hinaus hat die Bewertungsgutacherin Informationen aus Gesprächen mit dem Management zur Ermittlung der Peer Group mit einbezogen. Wir halten diese Vorgehensweise angemessen.

Insgesamt hat die Bewertungsgutachterin auf Basis der vorgenommenen Analysen eine Peer Group von 16 Unternehmen abgeleitet. Hinsichtlich einer Beschreibung der Peer Group-Unternehmen wird auf die Ausführungen der Bewertungsgutachterin im Rahmen der Gutachtlichen Stellungnahme in Abschnitt 5 verwiesen.

Für die ausgewählten Peer Group-Unternehmen hat die Bewertungsgutachterin Raw-Betafaktoren anhand wöchentlicher Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren sowie für monatliche Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren ermittelt. Als Vergleichsindizes wurden ausschließlich lokale Indizes verwendet. Die Belastbarkeit der Betafaktoren hat die Bewertungsgutachterin anhand der statistischen Signifikanz der Regressionsergebnisse anhand des t-Tests und dem Bestimmtheitsmaß, dem R^2, untersucht. Für den t-Test wurde für beide Regressionszeiträume ein Konfidenzniveau von 1,0 % ausgewählt.

Unter Betrachtung eines Beobachtungszeitraums von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditeintervallen sowie eines Beobachtungszeitraums von fünf Jahren bei monatlichen Renditeintervallen konnte für die Vergleichsunternehmen BEWi ASA und Carrier Global Corporation kein belastbarer Betafaktor für den fünf-jährigen Beobachtungszeitraum ermittelt werden. Hintergrund war jeweils eine zu geringe Anzahl an Renditepaaren aufgrund der IPOs beider Gesellschaften erst nach Beginn des fünfjährigen Beobachtungszeitraums. Wir haben die Nichtberücksichtigung einzelner Peer Group-Unternehmen über die verschiedenen Beobachtungszeiträume nachvollzogen und halten die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin für sachgerecht.

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren der ermittelten Peer Group um Kapitalstruktureffekte wurden die beobachteten Betafaktoren der verschuldeten Peer Group-Unternehmen in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (sogenanntes „Unlevern"), um eine Vergleichbarkeit mit dem operativen Risikoprofil des Bewertungsobjekts herstellen zu können (OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10; OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09; OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09; OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08).

Die Umrechnung der verschuldeten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren hat die Bewertungsgutachterin unter Rückgriff auf eine Anpassungsformel unter der Annahme sicherer Tax Shields sowie unter der Annahme sicherer Fremdkapitalbestände vorgenommen (sog. „Hamada" Anpassung).

Im Rahmen des sogenannten Unleverns ist eine Annahme zu treffen, ob der Wertbeitrag aus der Fremdfinanzierung (Steuervorteile, sog. „Tax Shield") risikolos ist, wenn die Fremdfinanzierung aufgrund vertraglicher Vereinbarungen weitestgehend fixiert ist (autonome Finanzierungspolitik). Dies besitzt jedoch zumeist nur für einen Teil des Fremdkapitals Gültigkeit, da sich gewisse Fremdkapitalbestandteile häufig synchron zu Unternehmenswerten entwickeln können (wertabhängige bzw. atmende Finanzierungspolitik). Aus diesem Grund ist in der Praxis häufig die Annahme von unsichereren Steuervorteilen („Tax Shield") zu erkennen. Die beiden Bewertungsannahmen unterscheiden sich hauptsächlich innerhalb der Diskontierung der Steuervorteile, da aufgrund der unterschiedlichen Risikoannahmen der Steuervorteile verschiedene Risikoprämien in die Kapitalisierungszinssätze mit einfließen.

Für eine adäquate Beurteilung des auf den Eigenkapitalgeber entfallenden Risikos ist eine Einschätzung des von den Fremdkapitalgebern übernommenen Risikos notwendig. Hierfür wird in der Praxis häufig auf das Konzept des sogenannten „Debt Beta" zurückgegriffen. Das Debt Beta ist ein Maß für das Risiko der Fremdkapitalgeber eines Unternehmens. Hierbei wird berücksichtigt, dass auch das Fremdkapital grundsätzlich ausfallgefährdet ist und somit auch auf die Fremdkapitalgeber ein Teil des unternehmerischen, operativen Unternehmensrisikos entfällt. Die Fremdkapitalgeber erhalten daher für die Übernahme eines Teils des operativen Risikos eine Risikoprämie über dem risikolosen Zinssatz.

Die Bewertungsgutachterin verwendet in ihrer Vorgehensweise die sog. „Hamada"-Anpassung. Dieser Methodik liegt die Annahme von risikolosem Fremdkapital zugrunde. Dementsprechend hat die Bewertungsgutachterin auf die Verwendung des Debt Beta in ihren Berechnungen verzichtet.

Aufgrund der beschriebenen Sachverhalte haben wir im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten die unverschuldeten Betafaktoren unter den Annahmen von unsicheren Steuervorteilen und unter Berücksichtigung eines risikobehafteten Fremdkapitals (sog. „Harris-Pringle"-Anpassung) durchgeführt. Die Bewertungsgutachterin hat sichere Steuervorteile und risikolose Fremdkapitalbestände unterstellt. Im Folgenden wurde überprüft, inwieweit die Berechnungsergebnisse der beiden Bewertungsansätze voneinander abweichen und ob die Berechnungsergebnisse der Bewertungsgutachterin aus Angemessenheitsgesichtspunkten als vertretbar erscheinen. Des Weiteren wurde überprüft, ob die von der Bewertungsgutachterin angewandte Methodik adäquat durchgeführt wurde.

Auf Grundlage der Untersuchungen der Bewertungsgutachterin ergibt sich auf Basis des Mittelwerts der Peer Group Unternehmen ein unverschuldeter Betafaktor von 1,22 (zweijähriger Beobachtungszeitraum) sowie von 1,12 (fünfjähriger Beobachtungszeitraum). Bezogen auf den Median der Peer Group Betafaktoren resultiert ein unverschuldeter Betafaktor von 1,13 (zweijähriger Beobachtungszeitraum) sowie von 1,08 (fünfjähriger Beobachtungszeitraum).

Die Bewertungsgutachterin weist im Zusammenhang mit der Ableitung der Peer Group für die VQT AG darauf hin, dass das Bewertungsobjekt zu einem wesentlichen Teil Umsatzerlöse mit Produkten und Dienstleistungen in der Thermoverpackungsindustrie und der temperaturgesteuerten Logistik sowie u. a. auch aus dem Verkauf von VIPs in verschiedensten Branchen erzielt. Ergänzend hat die Bewertungsgutachterin Unternehmen, deren Geschäftstätigkeit sich hauptsächlich in den wesentlichsten Absatzmärkten der VQT AG befindet, als vergleichbar erachtet. Hierzu gehören hauptsächlich die Pharmaindustrie und das Baugewerbe. Die Bewertungsgutachterin argumentiert, dass das Bewertungsobjekt ein vergleichbares operatives Geschäftsrisiko wie Unternehmen aus den genannten Branchen trage und von der Geschäftsentwicklung dieser Branchen abhängig

sei. Dieses vergleichbare Risikoprofil drückt sich in der Höhe des Betafaktors aus. Wir halten die Schlussfolgerungen der Bewertungsgutachterin für nachvollziehbar.

Die Bewertungsgutachterin legt den unverschuldeten Betafaktor auf Basis der abgeleiteten Peer Group gutachtlich auf einen Wert in Höhe von 1,08 fest, was dem Median des fünfjährigen Beobachtungszeitraums auf Basis monatlicher Renditen entspricht.

Im Rahmen unserer Prüfung der Ermittlung des Betafaktors haben wir die Auswahl der Peer Group-Unternehmen sowie das von der Bewertungsgutachterin angewendete methodische Vorgehen nachvollzogen.

Die Auswahl der in die Peer Group einbezogenen Unternehmen haben wir unter Berücksichtigung der wesentlichen operativen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren der VQT AG auf Basis der uns im Zuge unserer Prüfungstätigkeit vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte ergänzt und durch eigene Recherchen und Analysen überprüft. Wir haben die Betafaktoren auf ihre statistische Validität überprüft. Die von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktoren haben wir unter Rückgriff auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. plausibilisiert.

Darüber hinaus haben wir die ergänzenden Analysen des Betafaktors anhand der breitesten regionalen Indizes nachvollzogen. Auf Basis unserer Analysen haben wir festgestellt, dass der durch die Bewertungsgutachterin ermittelte und gutachtlich festgelegte Betafaktor in Höhe von 1,08 anhand lokaler Indizes innerhalb der von uns über einen Zwei- sowie Fünfjahreszeitraum ermittelten unverschuldeten Betafaktoren liegt. Die nachfolgende Tabelle stellt unsere Ermittlung des Peer Group-Betafaktors unter ausschließlicher Verwendung von Performance-Indizes dar:

Peer Group Betafaktoren		Levered Beta		R^2		Verschuldungsgrad		Unlevered Beta	
Unternehmen	Vergleichs-index	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.
Aspen Aerogels, Inc.	SPXT Index	2,21	2,11	0,29	0,27	0,17	0,10	1,95	1,96
Azenta, Inc.	SPXT Index	1,62	1,55	0,38	0,32	0,02	0,06	1,60	1,49
BEWi ASA	OBX Index	1,02	n/a*	0,12	n/a*	0,54	n/a*	0,71	n/a*
BioLife Solutions, Inc.	SPXT Index	2,35	1,74	0,31	0,20	0,04	0,02	2,28	1,71
Byucksan Corporation	TCKRGV Index	1,15	1,63	0,36	0,49	1,01	0,85	0,66	1,01
Carrier Global Corporation	SPXT Index	1,21	n/a*	0,47	n/a*	0,27	n/a*	1,00	n/a*
CryoPort, Inc.	SPXT Index	2,49	1,22	0,40	0,12	0,32	0,15	1,99	1,09
DSV A/S	KAXGI Index	1,21	1,37	0,50	0,48	0,15	0,13	1,09	1,24
Eckert & Ziegler AG	CDAX Index	1,23	1,12	0,21	0,16	0,05	0,04	1,19	1,08
IMCD N.V.	RAEX Index	1,40	1,24	0,55	0,45	0,13	0,14	1,28	1,13
Medios AG	CDAX Index	0,84	1,15	0,15	0,26	0,06	0,04	0,80	1,12
Recticel SA/NV	TCBEGR Index	1,06	1,33	0,14	0,33	0,39	0,46	0,82	0,99
Sartorius Aktiengesellschaft	CDAX Index	1,04	0,64	0,18	0,12	0,10	0,11	0,97	0,60
Sonoco Products Company	SPXT Index	0,83	0,69	0,37	0,45	0,53	0,45	0,59	0,51
STEICO SE	CDAX Index	1,48	1,11	0,26	0,25	0,17	0,23	1,32	0,96
Von Roll Holding AG	SPI Index	1,36	0,95	0,23	0,13	0,05	0,08	1,30	0,89
Minimum		**0,83**	**0,64**					**0,59**	**0,51**
Median		**1,22**	**1,23**					**1,14**	**1,09**
Mittelwert		**1,40**	**1,28**					**1,22**	**1,13**
Maximum		**2,49**	**2,11**					**2,28**	**1,96**

** Die Peer Group Unternehmen BEWi ASA und Carrier Global Corporation blieben für den fünfjährigen Regressionszeitraum unberücksichtigt, da die genannten Unternehmen während des Regressionszeitraums nicht vollumfänglich börsennotiert waren.*

Bewertungsstichtag: 30. Juni 2023

Quelle: Bloomberg L.P., Ebner Stolz Analysen

Aus unseren ergänzenden Analysen ergeben sich keine Hinweise darauf, dass der durch die Bewertungsgutachterin abgeleitete Betafaktor überhöht sein könnte. Wir erachten den verwendeten Betafaktor in Höhe von 1,08 für die Ermittlung des Risikozuschlags für angemessen.

Im Rahmen der Ertragswertberechnung ist der unverschuldete Betafaktor periodenspezifisch anhand des Verschuldungsgrads wieder anzupassen (sogenanntes „Relevern").

g) Wachstumsabschlag

Im Rahmen der Ertragswertermittlung ist für die Fortführungsphase ein Wachstumsabschlag festzulegen. Die Bewertungsgutachterin hat einen Wachstumsabschlag in Höhe von 1,50 % angesetzt.

Vorab dürfen wir auf folgenden Sachverhalt hinweisen:

Misst man das Wachstum im Anstieg nomineller Gewinngrößen, so legt die allgemeine Lebenserfahrung nahe, dass Unternehmen, die einen Teil der erwirtschafteten Jahresüberschüsse einbehalten und zur Innenfinanzierung nutzen, im Folgejahr ceteris paribus ein höheres Jahresergebnis aufweisen als solche Unternehmen, die den gesamten erwirtschafteten Jahresüberschuss an ihre Anteilseigner ausschütten.

Als Quellen des Wachstums finanzieller Überschüsse lassen sich rein realwirtschaftliche (positive und negative) Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren im Sinne eines **operativen Wachstums** (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d. h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen **(preisbedingtes Wachstum)** abgrenzen. Zusätzlich sind steuerlich bedingte Effekte, z. B. aus der differenzierten Besteuerung von Gewinneinbehaltungen und Ausschüttungen, gesondert zu berücksichtigen (WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.).

Für Zwecke der Bewertung des nachhaltigen Ergebnisses stehen zwei sich ausschließende Rechenmodelle zur Verfügung. Im Fall des sogenannten **Dividend Discount Model** stehen im Zähler die Ausschüttungen bzw. Dividenden, die mit den Eigenkapitalkosten diskontiert werden. Im Unterschied zu dem Ertragswertmodell gehen hierbei die nicht an die Anteilseigner ausgeschütteten Teile des Jahresüberschusses nicht in die Kapitalisierungsgröße ein. Der verbleibende Teil wird im Unternehmen zur Innenfinanzierung verwendet und liefert einen zusätzlichen Wachstumseffekt.

Wenn - was in der Bewertungspraxis nicht üblich ist - in der ewigen Rente nur ein Teil des Jahresüberschusses, nämlich der Dividendenanteil, kapitalisiert würde, dann wären die aus der Innenfinanzierung resultierenden zusätzlichen Wachstumseffekte in Gestalt eines vergleichsweise hohen Wachstumsabschlags zu berücksichtigen. Hingegen kommt es im Rahmen des Ertragswertverfahrens in der ewigen Rente zu einer vollständigen Auskehrung des erwirtschafteten Jahresergebnisses (man kann dies auch als Wertbeitrag aus Ausschüttung zuzüglich Wertbeitrag aus Thesaurierung bezeichnen).

Eine Fortsetzung des für die Detailplanungsphase erwarteten überdurchschnittlichen Gewinnwachstums ist in der Phase der ewigen Rente nur möglich, wenn kapazitätserweiternde Investitionen auch mittels Thesaurierungen finanziert werden. Unter der Annahme des eingeschwungenen Zustands der ewigen Rente, in dem das Bewertungsobjekt die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur reflektierenden Kapitalkosten nachhaltig verdient, korrespondieren die künftig rein operativ wachsenden Ausschüttungen direkt mit dem **Wertbeitrag aus den Thesaurierungen** (nachhaltige Wertsteigerungen). Hier ist aber zu berücksichtigen, dass beim Ertragswertverfahren nach IDW S 1 i.d.F. 2008 die zu diskontierenden Nettoeinnahmen nachhaltig nicht nur aus dem Wertbeitrag aus Ausschüttungen, sondern auch aus dem Wertbeitrag aus Thesaurierungen bestehen. Da der Wertbeitrag aus Thesaurierungen das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate der Ausschüttungen primär inflationsbedingte Werteffekte ab, die auf die unternehmensspezifische preisbedingte Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens zurückzuführen sind.

Nach dem Dividend Discount Model ergibt sich der wertäquivalente Unternehmenswert zu Beginn der ewigen Rente nach dem folgenden Zusammenhang (Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 357):

$$V_t = \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{r_{EK} - w}$$

mit

V_t = Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente, ZdE_{t+1} = zu diskontierendes Ergebnis im ersten Rentenjahr, WbT_{t+1} = Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr, r_{EK} = nachhaltige Eigenkapitalkosten, w = Gesamtwachstumsrate.

Durch Umstellung des Zusammenhangs kann die Gesamtwachstumsrate wie folgt dargestellt werden:

$$w = r_{EK} - \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{V_t}$$

Das zu diskontierende Ergebnis im ersten Rentenjahr beläuft sich auf rund TEUR 29.881, der Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr beträgt rund TEUR 15.180, der Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente liegt bei rund TEUR 413.921 und die nachhaltigen Eigenkapitalkosten (vor Wachstumsabschlag) liegen bei 8,72 %.

Bezogen auf die VQT AG ergibt sich demnach die folgende Gesamtwachstumsrate:

$$w = 8{,}72\% - \frac{(29.881 - 15.180)}{413.921} = 5{,}17\%$$

Insofern entspricht ein zur Unternehmensbewertung der VQT AG und ihren Tochtergesellschaften unterstellter Wachstumsabschlag von 1,50 % einem nachhaltigen Gesamtwachstum von rund 5,17 %. Die so ermittelte Gesamtwachstumsrate liegt damit deutlich über der langfristig erwarteten Inflationsrate (OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18).

Zur Ableitung der langfristigen Wachstumsrate von 1,50 % wurden durch die Bewertungsgutachterin verschiedene Studien von Inflationsprognosen herangezogen. Da die VQT international tätig ist, müssen grundsätzlich Inflationsraten für verschiedene Währungsräume herangezogen werden. Jedoch sollten sich verschiedene Inflationserwartungen in den Wechselkursen der Planung widerspiegeln, weshalb daher unterschiedliche Inflationsniveaus Eingang in die Planung der VQT gefunden haben. Dementsprechend haben wir uns neben den Inflationsprognosen der geografischen Räume von Deutschland, des Vereinigten Königreiches und der USA auf die Inflationserwartung im Euroraum fokussiert.

Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0 %, wobei in der Vergangenheit in Deutschland die tatsächliche durchschnittliche Inflationsrate zumeist (mit Ausnahme der Jahre 2021 und 2022) unterhalb dieses Niveaus ausfiel. Aufgrund des Ukraine-Kriegs und den damit verbundenen Preissteigerungen (insbesondere im Energiebereich) liegt die aktuelle Inflationsrate in Deutschland über den langfristigen Prognosen.

Darüber hinaus wurden durch die Bewertungsgutachterin weitere Faktoren zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate bzw. des Wachstumsabschlags berücksichtigt. Die prognostizierte Entwicklung des BIP, die zukünftige Entwicklung der Branche (VIPs und Kühlkettenlogistik im internationalen Kontext), die Marktpräsenz sowie das Geschäftsmodell der VQT und die Möglichkeiten, inflationsbedingte Kostensteigerungen mittels Preissteigerungen umsatzseitig an die Kunden weiter zu geben, wurden in die Überlegungen einbezogen.

Den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag haben wir ausgehend von Prognosen von Bankanalysten des Internationalen Währungsfonds geprüft. Ferner haben wir die Inflationserwartung aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitet sowie die aktuellen Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone dargestellt.

Statistisches Bundesamt - Stand des Verbraucherpreisindex Deutschland (Basis 2020=100)	Verbraucher-preisindex
Mai 2020	100,4
Mai 2021	102,6
Mai 2022	109,8
Mai 2023	116,5
Ø Veränderung	***5,1%***

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex	Deutschland Ø Veränderung	UK Ø Veränderung	USA Ø Veränderung
2023			
Untergrenze der Schätzung	5,4%	4,1%	2,8%
Obergrenze der Schätzung	*7,5%*	*8,1%*	*5,8%*
Gewichteter Durchschnitt	***6,1%***	***7,0%***	***4,0%***
2024			
Untergrenze der Schätzung	0,0%	1,6%	1,6%
Obergrenze der Schätzung	*4,8%*	*5,1%*	*6,3%*
Gewichteter Durchschnitt	***2,7%***	***2,8%***	***2,6%***
2025			
Untergrenze der Schätzung	0,7%	1,1%	1,3%
Obergrenze der Schätzung	*2,7%*	*3,7%*	*4,9%*
Gewichteter Durchschnitt	***2,0%***	***2,0%***	***2,4%***

Schätzungen der Europäischen Zentralbank Veränderung Verbraucherpreisindex			Eurozone Ø Veränderung
2023			*5,4%*
2024			*3,0%*
2025			*2,2%*

Schätzungen des internationalen Währungsfonds Veränderung Verbraucherpreisindex	Deutschland Ø Veränderung	UK Ø Veränderung	USA Ø Veränderung
2023	*6,2%*	*6,8%*	*4,5%*
2024	*3,1%*	*3,0%*	*2,3%*
2025	*2,3%*	*1,8%*	*2,1%*
2026	*2,1%*	*2,0%*	*2,0%*
2027	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
2028	*2,0%*	*2,0%*	*2,1%*

Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen	Inflations-erwartung
10-jährige Staatsanleihen	*2,3%*
25-jährige Staatsanleihen	*2,5%*

Quelle: Statistisches Bundesamt, Internationaler Währungsfonds, Bloomberg L.P.; Stand 15. Juni 2023.

In der Gesamtschau ergibt sich auf Basis der Analystenschätzungen und der Schätzungen des Internationalen Währungsfonds für das Jahr 2025 ein mittlerer Anstieg der Verbraucherpreise von rund 2,1 % für Deutschland, von 1,9 % für das Vereinigte Königreich und von 2,3 % für die USA. Zum Jahr 2027 wird vom IWF eine Konvergenz der Inflationsrate hin zum angestrebten Inflationsziel der Zentralbanken in Höhe von ca. 2,0 % erwartet. Die EZB prognostiziert für das Jahr 2025 für die Eurozone eine Inflationsrate von 2,2 %, d. h. wieder in der Nähe des Inflationsziels.

Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen. Insoweit können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen naturgemäß voneinander abweichen. Nach einer Untersuchung von Widmann/Schieszl/Jeromin (FB 2003, S. 800 ff.) beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45 % bis 50 % der durchschnittlichen allgemeinen Preissteigerungsrate.

Das nur unterdurchschnittliche Gewinnwachstum wird durch die Untersuchung von Stellbrink (Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 125 f.) bestätigt. Die Auffassung, wonach der Wachstumsabschlag im Allgemeinen niedriger sein muss als die Inflationsrate, spiegelt die herrschende Meinung wider (Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 267; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 127; ablehnend zu anderen Studien: OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11; OLG Stuttgart, 8. Juli 2011, 20 W 14/08). Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen nicht völlig inflationssicher ist (OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13; OLG Düsseldorf, 11. April 1988, 19 W 32/86; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, 19 W 3/91). Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich (OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17; OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06).

Als erster Anhaltspunkt für die nachhaltige Wachstumsrate ergibt sich vor dem Hintergrund der oben dargestellten mittelfristig erwarteten Inflationsraten eine Wachstumsrate von 1,0 %.

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Absatzmärkte auch die Wettbewerbsposition der VQT AG zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Überschusses in der Zukunft gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht ohne Weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden (OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13). Im Hinblick auf das Geschäftsmodell der VQT ist festzustellen, dass im Rahmen der Detailplanungs- und Konvergenzphase Effizienzsteigerungen erwartet werden, um Kostensteigerungen zu begegnen. So entwickeln sich die Personalkosten unterproportional zu den Umsatzerlösen. Diese Erwartung legt den Schluss nahe, dass die nominellen Wachstumsperspektiven der VQT oberhalb von 1,0 % liegen.

Vor dem Hintergrund der guten Preissetzungsmacht und der Tatsache, dass ein höherer Wachstumsabschlag ceteris paribus werterhöhend im Sinne der ausscheidenden Aktionäre wirkt, halten wir im Ergebnis den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,50 % für angemessen.

Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag liegt über der von der Bewertungspraxis häufig angesetzten und in der Rechtsprechung regelmäßig als angemessen eingestuften Größenordnung von im Mittel rund 1,0 % (Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.130). Bei dieser Würdigung ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Rechtsprechung zu Bewertungsstichtagen mit deutlich niedrigeren Inflationsraten ergangen ist.

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes werden sogenannte inflationsbedingte Veräußerungsgewinne grundsätzlich bei der Ableitung der Nettoeinnahmen berücksichtigt (Abschnitt 6.3.e)). Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich (Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Fn. 1 zu Tz. 17.41; Raths, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141). Die Bewertungsgutachterin berücksichtigt die Besteuerung der inflationsbedingten Veräußerungsgewinne auf Basis des Zahlungsstroms.

h) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Detailplanungs- und Fortführungsphase wurde sachgerecht vorgenommen. Wir haben uns von der zutreffenden finanzmathematischen Berechnung überzeugt. Den unter Verwendung der Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5,75 % ermittelten Kapitalisierungszinssatz erachten wir als angemessen.

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem insgesamt unrealistischen Kapitalisierungszinssatz und in der Folge zu einer unrealistischen Abfindung führen kann (OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11). Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart (17. Oktober 2011, 20 W 7/11) ausführt. Ansonsten käme es zu einer Kumulation von Günstigkeitsentscheidungen, die den „wirklichen" Wert sicherlich nicht mehr abbilden würden (OLG München, 20. März 2019, 31 Wx 185/17).

i) Ertragswertberechnung

Sofern eine konkrete Ausschüttungsplanung vorliegt, wird das Ausschüttungsvolumen im sogenannten **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für diese üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage getroffen. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen. Unter der Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37) können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden und bilden den sogenannten **Wertbeitrag aus Thesaurierungen**.

Aufbauend auf der im Bewertungsgutachten erläuterten Planungsrechnung wurde der Ertragswert wie folgt abgeleitet:

Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung

Als Grundlage für die Dividendenbesteuerung der Aktionäre der VQT AG ist es erforderlich, eine Ausschüttungsquote abzuleiten. Die Unternehmensplanung der VQT AG enthält keine Planung von Ausschüttungen. In der Vergangenheit wurden durch die VQT AG keine Dividenden an ihre Aktionäre ausgeschüttet.

Nach IDW S 1 i.d.F. 2008 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen.

Die Bewertungsgutachterin stellt zutreffend dar, dass die Gesellschaft in der Vergangenheit keine Ausschüttungen getätigt hat und auch in der Unternehmensplanung bis zum Planjahr 2025 keine Ausschüttungen geplant sind. Die Gesellschaft ist vielmehr von einer Thesaurierung der Mittel ausgegangen. Die thesaurierten Beträge dienen vollständig der Finanzierung von Investitionen in der Detailplanungsphase sowie dem Augleich der bilanziellen Verlustvorträge und können folglich nicht als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet werden. Für die Konvergenzphase ist die Bewertungsgutachterin davon ausgegangen, dass sich das Ausschüttungsverhalten der VQT dem am Markt beobachtbaren Ausschüttungsverhalten annähert. Ab dem Geschäftsjahr 2027 wurde eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt. Die von der Bewertungsgutachterin abgeleitete Ausschüttungsquote der VQT AG von 50,0 % wird auch durch das historisch zu beobachtende marktdurchschnittliche Ausschüttungsverhalten gestützt (Wagner et al., WPG 2008, S. 733; WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A., Tz. 280). Mit dieser Ausschüttungsquote wird ein Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens abgebildet, das äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist (Gorny/Rosenbaum, WPg 2004, S. 861; OLG Düsseldorf, 11. Mai 2015, 26 W 2/13). Die nicht ausgeschütteten Beträge werden mit Ausnahme notwendiger Thesaurierungen für die Wachstumsfinanzierung als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet.

Die von der Bewertungsgutachterin angesetzte Ausschüttungsquote liegt in der Mitte der Bandbreite marktüblicher Ausschüttungsquoten. Insgesamt ist die von der Bewertungsgutachterin angesetzte Ausschüttungsquote nach unserer Einschätzung angemessen. Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme wurde zutreffend um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag vermindert.

Im Hinblick auf das steuerliche Einlagekonto im Sinne von § 27 KStG ist festzuhalten, dass die bloße Existenz eines steuerlichen Einlagekontos für sich genommen keinen Wert darstellt. Nur sofern eine Ausschüttung den zum Ende des vorhergehenden Wirtschaftsjahres festgestellten ausschüttbaren Gewinn übersteigt, erfolgt diese aus dem steuerlichen Einlagekonto und kann steuerfrei vereinnahmt werden (OLG Jena, 3. Mai 2021, 2 W 407/18; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19; OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15).

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir uns davon überzeugt, in welchem Umfang die geplanten Ausschüttungen zu keiner Inanspruchnahme des steuerlichen Einlagekontos führen und insofern keine Einlagenrückgewähr entsprechend § 27 Abs. 1 Satz 3 KStG darstellen.

Veräußerungsgewinnbesteuerung

Seit dem Jahr 2009 sind die Auswirkungen der Abgeltungsteuer für Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Die Abbildung der Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt sowohl von der zu unterstellenden Haltedauer, der thesaurierungsbedingten Wertentwicklung beim Bewertungsobjekt als auch der Alternativanlage ab (Wiese, WPg 2007, S. 368, 375). Zur Bestimmung des Zeitpunktes der Veräußerungsbesteuerung und des daraus resultierenden marktdurchschnittlichen Veräußerungsgewinnsteuersatzes sind Typisierungen vorzunehmen (OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13).

In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung ist die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich SolZ (d. h. in Summe 13,1875 %) anerkannt (Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2025, S. 1567, 1581, m.w.N.; OLG Düsseldorf, 28. Oktober 2019, 26 W 3/17; OLG München, 26. Juni 2018, 312 Wx 382/15; OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14). Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen in der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin dementsprechend anstelle mit der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet.

Des Weiteren sind sogenannte inflationsbedingte Veräußerungsgewinne bei der Ableitung der Nettoeinnahmen zu berücksichtigen (Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200). Ausgangspunkt hierfür ist die Steuerpflicht auf Veräußerungsgewinne. Aus Wesentlichkeitsgründen beschränkt sich die Überlegung in der Regel auf die Phase der ewigen Rente. Rein finanzmathematisch steigt der Unternehmenswert nominal in der ewigen Rente Jahr für Jahr in Höhe der unternehmensspezifischen Inflationsrate; dies gilt auch unter der Annahme einer Vollauskehrung (fiktiven Vollausschüttung) der geplanten Ergebnisse. Wird typisierend von einer nicht unendlichen Haltedauer der Anteilseigner ausgegangen, werden auch diese inflationsbedingten (Schein-)Kursgewinne nach der typisierten Haltedauer realisiert und unterliegen dann der effektiven Abgeltungsteuer zzgl. SolZ (mit weiterführenden Nachweisen WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453 f.). Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich (Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, § 17 Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Fn. 1 zu Rz. 17.41; Raths, Restwert-ermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141).

Im Rahmen des Tax-CAPM wird die Marktrisikoprämie aus Aktienrenditen abgeleitet. Diese wiederum werden aus der langfristigen nominalen, d. h. inflationsbeeinflussten Steigerung von Aktienindizes abgeleitet. Die jährliche Veränderung des Indexstandes setzt sich zusammen aus Dividenden- und Kursrenditen der einbezogenen Aktien. Bei der Überleitung der Vor-ESt-Aktienrendite in eine Nach-ESt-Aktienrendite (WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 396) wird der auf die Dividendenrendite entfallende Teil der nominellen Abgeltungsteuer unterworfen. Der Differenzbetrag zwischen Aktienrendite und Dividendenrendite entspricht der Kursrendite. Am Markt historisch beobachtbare bzw. erwartete Aktienkursentwicklungen, mithin Kursrenditen, stellen nominale Größen dar. Insofern sind inflationsbedingte Kurssteigerungen in diese Größe „eingepreist" (zur Analyse inflationsbereinigter Realrenditen Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 812 ff.).

Wird nun im Rahmen des Tax-CAPM bei der Ermittlung der Nach-ESt-Marktrisikoprämie die Kursrendite um den effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatz vermindert, werden bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes implizit auch die inflationsbedingten Kursveränderungen bzw. (Schein-) Kursgewinne erfasst. Da die Überleitung von der Aktienrendite vor und nach Steuern gemäß dem Tax-CAPM erfolgt, kommt es nicht auf die konkrete Ableitung der Marktrisikoprämie (vergangenheitsbezogen oder zukunftsorientiert) an, da jede in das Tax-CAPM eingesetzte Aktienrendite vollständig der Besteuerung unterliegt (Popp, Der Konzern 2019, S. 149, 154; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200 f.). Um die Steuer- bzw. Verfügbarkeitsäquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage sicherzustellen, ist dann die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen auch bei der Ertragswertermittlung zu erfassen.

Die Berücksichtigung der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen ist u. E. in der Bewertungspraxis weit verbreitet und wurde in Spruchverfahren als sachgerecht bestätigt bzw. nicht beanstandet (OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15; OLG Stuttgart, 26. Juni 2019 20 W 27/18; OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15; OLG Hamburg, 8. Oktober 2018, 13 W 20/16; LG Stuttgart, 1. Oktober 2019, 31 O 36/16).

Die Bewertungsgutachterin hat den Abzug der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen sachgerecht berücksichtigt.

Kapitalisierung der Nettozuflüsse

Die Kapitalisierung der erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und der fiktiv unmittelbaren Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits haben wir nachvollzogen.

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen ist die Bewertungsgutachterin davon ausgegangen, dass die Ausschüttungen zum Jahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge wurden folglich im Bewertungsmodell vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2022 abgezinst und anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst. Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierung in der ewigen Rente erfolgte gleichermaßen.

Die Phasenmethode wurde nach unserer Überzeugung sachgerecht angewendet. Wir haben uns durch Kontrollrechnungen von der finanzmathematischen Richtigkeit des Ertragswerts überzeugt.

6.4. Sonderwerte

Die Bewertungsgutachterin hat Sonderwerte bei der VQT AG identifiziert und berücksichtigt. Die Sonderwerte beziehen sich auf nicht betriebsnotwendiges Vermögen, bzw. zwei nicht konsolidierte Beteiligungen, als Finanzanlagen gehaltene Immobilien, eine Reservefläche in Kölleda sowie den Wertbeitrag aus steuerlichen Verlustvorträgen der VQT AG sowie steuerliche Verlustvorträge bei den Auslandsgesellschaften.

An dem verbundenen Unternehmen **SUMTEQ GmbH** wird, unter Berücksichtigung der im März 2023 durchgeführten Kapitalerhöhung, ein Anteil von 14,1 % gehalten. Gemäß des Fair Value Ansatzes beläuft sich der Wert der Beteiligung an der SUMTEQ GmbH auf TEUR 3.375. Die Berücksichtigung im Konzernabschluss der VQT AG erfolgt nach der Fair-Value-Methode. Darüber hinaus hält die VQT AG einen Anteil in Höhe von 20 % an der **ING3D GmbH.** Gemäß des Fair-Value-Ansatzes beläuft sich der Wert der Beteiligung an der ING3D GmbH auf TEUR 1.612. Die Bewertungsgutachterin hat für die Beteiligungen an der SUMTEQ GmbH und der ING3D GmbH als nicht konsolidierte Beteiligungen einen Sonderwert in Höhe von **TEUR 4.987** angesetzt.

Die VQT AG verfügt zum 31. Dezember 2020 über ein **steuerliches Einlagekonto** in Höhe von TEUR 50.431. Dieses wurde durch die Gesellschaft auf den 31. Dezember 2022 fortentwickelt sowie die Zuführung aus der für 2023 vorgesehenen Kapitalerhöhung von TEUR 33.538 berücksichtigt. Insgesamt ergibt sich damit der Bestand des steuerlichen Einlagekontos in Höhe von TEUR 92.139. Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis einer Fortentwicklung anhand der Unternehmensplanung der VQT AG die Möglichkeiten zur steuerfreien Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto analysiert. Die Bewertungsgutachterin kommt zu dem Ergebnis, dass keine Möglichkeit zur Inanspruchnahme des steuerlichen Einlagekontos besteht.

Ein Ende des Geschäftsjahres 2022 zum Fair Value bilanziertes Grundstück in Würzburg wurde ebenfalls als Sonderwert in Höhe von **TEUR 1.179** angesetzt. Beim Wertansatz hat die Bewertungsgutachterin auf Basis des im November 2021 erzielten Kaufpreises aus einem Teilverkauf des Grundstücks einen gegenüber dem bilanziellen Ansatz höheren Wert gewählt.

Die VQT AG besitzt am Produktionsstandort Kölleda ungenutzte und unbebaute Grundstücksflächen. Diese sind als potentielle **Reserveflächen** für eine zukünftige Erweiterung der Produktionskapazitäten vorgehalten worden. Die Detailplanung sieht keine entsprechende Maßnahme zur Nutzung dieser Flächen vor. Daher hat die Bewertungsgutachterin dies als Sonderwert in Höhe von TEUR 140 berücksichtigt. Die Wertansatz erfolgte vereinfacht unter Zuhilfenahme des Bodenrichtwertes.

Die VQT AG verfügt zum 31. Dezember 2022 über einen gewerbesteuerlichen **Verlustvortrag** in Höhe von TEUR 28.030 sowie einen körperschaftsteuerlichen Verlustvortrag in Höhe von TEUR 28.644. Die Bewertungsgutachterin hat den aus der Nutzung der Verlustvorträge resultierenden Steuervorteil unter Berücksichtigung der geplanten Ergebnisentwicklung für die VQT AG ermittelt und auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Daraus ergibt sich ein Sonderwert in Höhe von TEUR 5.272.

Die Auslandsgesellschaften der VQT AG verfügen ebenfalls über steuerliche Verlustvoträge in Höhe von insgesamt TEUR 5.544. Hieraus resultiert ein Sonderwert in Höhe von TEUR 720.

Darüber hinaus liegen nach Auskunft des Vorstands der VQT AG sowie nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnisse keine Anhaltspunkte für die Existenz weiterer nicht betriebsnotwendiger Vermögensteile vor.

6.5. Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008

Unter Bezugnahme auf die Darstellung im Bewertungsgutachten ergibt sich insgesamt für die VQT AG zum Bewertungsstichtag 29. August 2023 ein aus dem Ertragswert und den Sonderwerten abgeleiteter Unternehmenswert in Höhe von TEUR 313.927. Dies entspricht einem anteiligen Wert je Aktie in Höhe von EUR 21,29.

Wir haben die Berechnung des Werts je Aktie nachvollzogen. Er ist zutreffend abgeleitet.

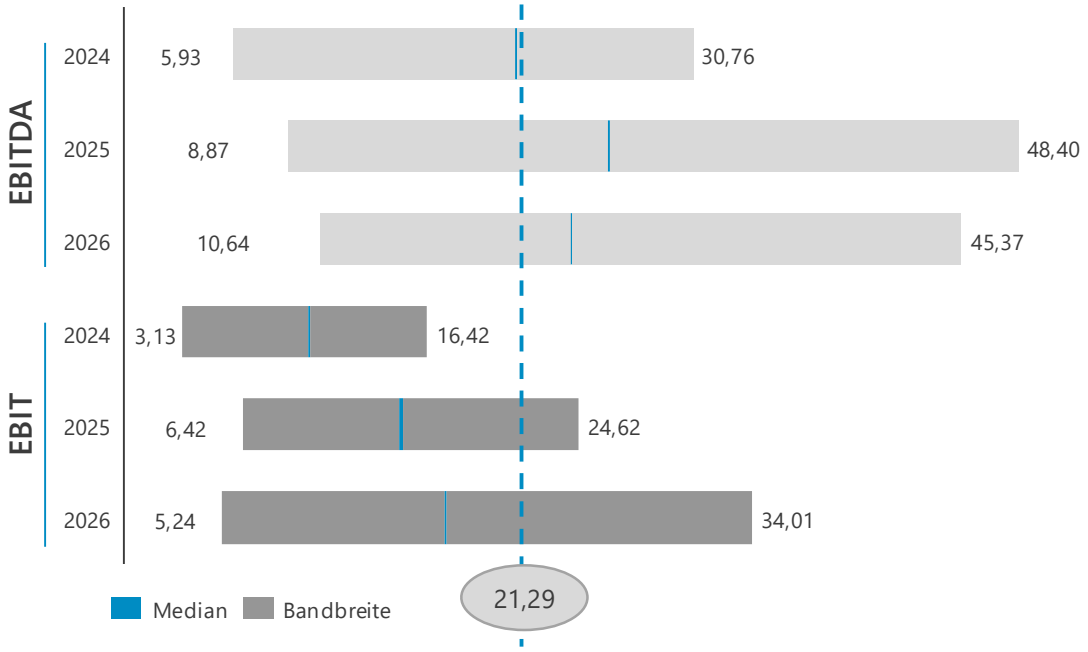
6.6. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatorverfahren zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Multiplikatorverfahren folgen ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (Börsen-Multiplikatoren) oder Transaktionen (Transaktions-Multiplikatoren) abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nach IDW S 1 i.d.F. 2008 (Tz. 143) nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12; OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11; OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15).

Die Bewertungsgutachterin hat zur Plausibilisierung des nach dem Ertragswertwertfahren ermittelten Unternehmenswerts und des Werts je Aktie eine Wertbandbreite auf Basis von Börsen-Multiplikatoren abgeleitet. Als Bezugsgröße für die Multiplikatoren wurden das EBITDA und das EBIT der Jahre 2022 bis 2024 zu Grunde gelegt. Die Multiplikatoren wurden auf Basis der gleichen Peer Group-Unternehmen abgeleitet, die auch für die Ableitung des Betafaktor herangezogen worden sind. Es wurde der Median der Multiplikatoren herangezogen. Wir haben die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin nachvollzogen.

Die Bewertungsgutachterin kommt zu dem Ergebnis, dass die Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren nur eingeschränkt möglich ist, da sich die VQT AG in der Detailplanungsphase deutlich dynamischer entwickelt und höhere Wachstumsraten plant, als die Peer Group-Unternehmen, die sich bereits in einer reiferen Phase ihres Lebenzyklusses befinden. Daher reflektieren die in den Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen implizit enthaltenen Wachstumserwartungen nicht das für die VQT AG geplante Wachstum, weshalb das Multiplikatorverfahren, wie von der Bewertungsgutachterin auf die Geschäftsjahre 2022 und 2023 bezogen, tendenziell den Unternehmenswert der VQT AG unterschätzt. Ergänzend haben wir eigene Analysen auf Basis der Detailplanungsjahre 2024 bis 2026 durchgeführt.



Quelle: Bloomberg L.P., Analyse Ebner Stolz

Wir haben die von EY erstellte vergleichsorientierte Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren auf der Grundlage von Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. und der uns von der Bewertungsgutachterin bereitgestellten Informationen aus der Finanzinformationsdatenbank S&P Global Market Intelligence LLC und Mergermarket nachvollzogen. Unsere Analyse ergibt keine Hinweise darauf, dass der fundamentale, nach dem Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert zu gering bemessen ist.

6.7. Börsenkurs

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II ZB 18/09, „Stollwerck") ist der einer angemessenen Abfindung zu Grunde zu legende Börsenwert grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu errechnen.

So führt der BGH aus, wenn die Börsenkurse nach Bekanntgabe der Strukturmaßnahme „… in die Referenzperiode einbezogen werden, spiegelt der ermittelte Börsenkurs nicht mehr - wie geboten - den Preis wider, den der Aktionär ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden kann. […] Diese Nachfrage hat aber mit dem Verkehrswert der Aktie, mit dem der Aktionär für den Verlust der Aktionärsstellung so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre (BVerfGE 100, 289, 305), nichts zu tun." Die Wahl des Referenzzeitraums dient u. a. der Verhinderung von Manipulationsmöglichkeiten. Ein Missbrauch soll dabei von beiden Seiten ausgeschlossen werden. Vor einer Manipulation durch die Hauptaktionärin durch die Auswahl eines besonders günstigen Zeitpunktes ist der Minderheitsaktionär nach Auffassung des BGH dadurch geschützt, dass die Barabfindung nie geringer sein kann als der Anteil des Minderheitsaktionärs am Unternehmenswert.

Niederschlag hat diese Auffassung auch in § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung gefunden, der bestimmt, dass die im Falle eines Übernahmeangebotes angebotene Gegenleistung mindestens dem volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes entsprechen muss.

Am Freitag, den 9. Dezember 2022 hat die VQT AG mittels Ad-hoc-Mitteilung bekanntgegeben, dass die Fahrenheit AcquiCo GmbH mit Blick auf den kurzfristig zu erwartendenen Abschluss einer Zusammenschlussvereinbarung auch beabsichtige, ein förmliches Verlangen auf Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu übermitteln.

Die Beschreibung der Vorgehensweise auf der Internetseite der BaFin sieht für die Ermittlung des Börsenkurses vor, auf den Dreimonatszeitraum bis zum (Handels-)Tag vor der Veröffentlichung der Absicht, die relevante Maßnahme durchzuführen, abzustellen. Danach würde der Drei-Monats-Zeitraum für die am 9. Dezember 2022 bekanntgegebene Absicht, einen aktienrechtlichen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen, mit dem 8. Dezember 2022 als dem letzten vorhergehenden Handelstag enden.

Art der Durchschnittsbildung

Bezüglich der Ermittlung des volumengewichteten Durchschnittskurses ist grundsätzlich auf den von der BaFin errechneten Kurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung abzustellen. Ausweislich des Schreibens der BaFin vom 9. März 2023 konnte die BaFin einen nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechneten gültigen Mindestpreis der Aktien der VQT AG zum Stichtag 8. Dezember 2022 ermitteln, da die Aktien in dem regulierten Markt der Börse Frankfurt am Main gehandelt werden. Der ermittelte Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 8. Dezember 2022 beläuft sich auf

EUR 12,75

Die Bewertungsgutachterin hat außerdem den Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 8. Dezember 2022 auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ ermittelt. Der sich hieraus ergebende Wert deckt sich mit den Berechnungen der BaFin.

Zu Vergleichszwecken haben wir ebenfalls den Börsenkurs anhand der Kursdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg zum 8. Dezember 2022 ermittelt. Hierbei haben wir den börslichen Handelsplatz der Frankfurter Wertpapierbörse betrachtet. Der Drei-Monats-Durchschnittskurs der VQT AG zum 8. Dezember 2022 beläuft sich laut der verwendeten Bloomberg-Daten auf EUR 12,72 und liegt somit leicht unterhalb des von der BaFin ermittelten Durchschnittskurses.

Wir haben die Handelszahlen und Kursentwicklung der Aktie der VQT AG analysiert. Es zeigt sich, dass an der Frankfurter Wertpapierbörse an 65 Tagen von insgesamt 65 möglichen Handelstagen ein Handel stattgefunden hat und insgesamt 1.542.315 VQT AG-Aktien gehandelt wurden, was gegen eine Marktenge bzw. Mangel an Liquidität der VQT AG Aktie spricht (vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG AngebV).

Innerhalb der betrachteten Referenzperiode belief sich die größte beobachtbare Kursveränderung der aufeinanderfolgenden Schlusskurse auf einen Anstieg von 15,8 % (am 27. Oktober 2022). Die größte negative Kursveränderung zwischen zwei Tagen, an denen ein Handel in der Aktie stattgefunden hat, belief sich auf 7,0 % (am 23. September 2022). Die Analyse der Kurssprünge im relevanten Beobachtungszeitraum ergibt, dass lediglich an sieben Tagen ein Kurssprung von über 5,0 % stattgefunden hat. Diese Sprünge haben an den folgenden Tagen stattgefunden: 23. September, 25. Oktober, 27. Oktober, 7. November, 25. November, 28. November und 2. Dezember 2022.

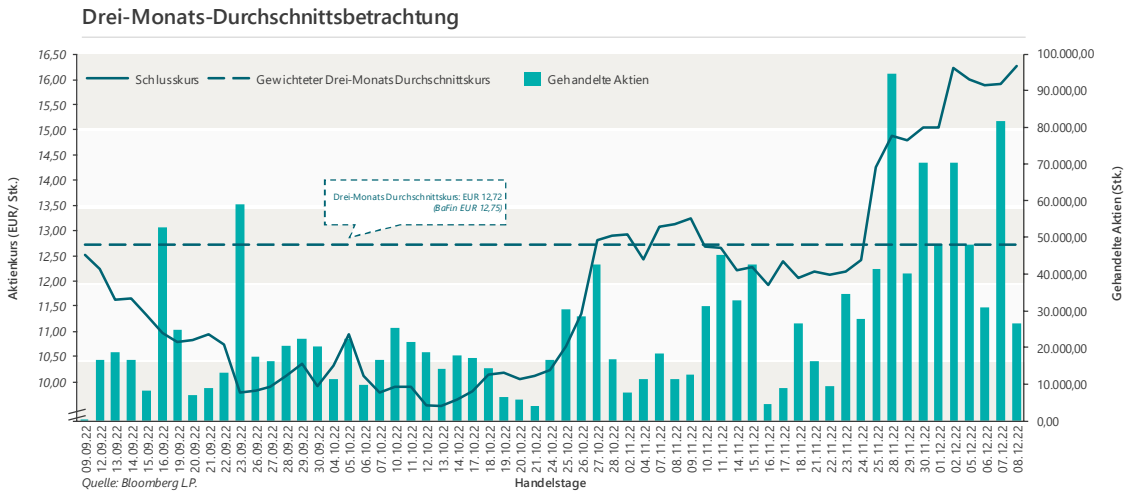
Von den insgesamt 13.415.000 ausstehenden bzw. ausgegebenen Aktien befanden sich in der betrachteten Referenzperiode 9.752.705 Aktien im Streubesitz („Free Float"), was einer Streubesitzquote von ca. 72,7 % entspricht.

Die Voraussetzungen des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung sind demnach erfüllt.

Ergänzend haben wir Liquiditätskennziffern, hier den Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne), untersucht. Hierbei zeigt sich, dass der Bid-Ask-Spread, also die Differenz zwischen dem Preis, zu dem ein verkaufswilliger Aktionär seine Aktien verkaufen würde, und dem Preis, den ein interessierter Anleger zu zahlen bereit wäre, für den Drei-Monats-Zeitraum an der Frankfurter Wertpapierbörse im Durchschnitt bei 1,1 % liegt. In der Bewertungsliteratur finden sich Hinweise, dass im Durchschnitt für 75 % der im CDAX notierten Unternehmen, eine Geld-Brief-Spanne von maximal 3,57 % zu beobachten ist (Dörschell et. al., Der Kapitalisierungszins in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 174). Unsere Analysen deuten nicht darauf hin, dass eine eingeschränkte Liquidität der VQT AG-Aktie vorliegt.

Der sich aus der Drei-Monats-Durchschnittsbetrachtung ergebende Wert liegt mit EUR 12,75 je Aktie unter dem fundamentalen Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren der VQT AG von EUR 21,29 je Aktie.

Die folgende Übersicht stellt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen der VQT AG-Aktie an der Frankfurter Wertpapierbörse im Drei-Monats-Zeitraum bis vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht des Abschlusses eines aktienrechtlichen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (9. Dezember 2022) dar. Außerdem wird der von der BaFin ermittelte Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 8. Dezember 2022 in Höhe von EUR 12,75 je Aktie (laut BaFin) abgebildet.



Längerer Zeitraum und Hochrechnung des Börsenkurses

Eine „Hochrechnung" des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag ist nach der Rechtsprechung des BGH vorzunehmen, wenn ein „längerer Zeitraum" zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung liegt und die „allgemeine oder branchentypische" Börsenentwicklung eine Anpassung als notwendig erscheinen lässt (BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09).

Der BGH war in der Stollwerck-Entscheidung bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung von einem „längeren Zeitraum" ausgegangen. In der Fachliteratur wird jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten nicht als „längerer Zeitraum" gesehen. Zum Teil werden auch Zeiträume bis zu siebeneinhalb Monaten - d. h. die konkrete Zeitspanne im Stollwerck-Beschluss des BGH - noch nicht als „längere" Zeiträume gesehen (vgl. zu Literaturnachweisen Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223).

In der Rechtsprechung wird der „längere Zeitraum" restriktiv gehandhabt und die Hochrechnung auf „unübliche" Ausnahmefälle beschränkt. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten zwischen Bekanntwerden und Tag der Hauptversammlung wird als „normal" oder „üblich" angesehen, da sechs Monate - auch in normalen Zeiten - regelmäßig für die Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung benötigt werden (OLG Stuttgart, 24. Juli 2013, 20 W 2/12). Insofern liegen bislang nur vereinzelt Entscheidungen vor, in denen eine abfindungsrelevante Hochrechnung des Börsenkurses vorgenommen wurde. Eine einheitliche Rechtsprechung zum Vorliegen eines „längeren Zeitraums" sowie zur Hochrechnungsmethodik ist bislang nicht ersichtlich (vgl. ausführlich zum „längeren Zeitraum" und zu alternativen Hochrechnungsmethoden Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222 ff.). Das OLG Frankfurt a. M. (27. August 2020, 21 W 59/19) hat eine Hochrechnung grundsätzlich bei einem Zeitraum von sieben Monaten und acht Tagen angenommen. Gleichwohl hat das OLG Frankfurt a. M. eine Hochrechnung abgelehnt, wenn ein Zusammenhang zwischen dem Kurs der Gesellschaft und den Kursen vergleichbarer Unternehmen zu verneinen ist, weil sich der Kurs der Gesellschaft von den Kursen vergleichbarer Unternehmen bereits vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abgekoppelt hat (Bungert/Becker, DB 2021, S. 940).

Zwischen der oben genannten Veröffentlichung der Absicht der Fahrenheit AcquiCo, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen, hier die Ad-hoc-Mitteilung der VQT AG vom 9. Dezember 2022, und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 29. August 2023 werden mehr als sechs Monate liegen. Da es sich somit um einen längeren Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung handelt, ist eine Hochrechnung des umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurses angezeigt.

Vor diesem Hintergrund hat die Bewertungsgutachterin, ungeachtet der in Abschnitt 8 des Bewertungsgutachtens von EY vorgetragenen Einschränkungen, eine „Hochrechnung des Bösenkurses" der VQT AG zum Ende der Prüfungsarbeiten vorgenommen. Die Bewertungsgutachterin kommt zu dem Ergebnis, dass der hochgerechnete Börsenkurs unterhalb der angemessenen Barabfindung auf Basis des Ertragswertverfahrens liegt. Im Ergebnis ist die Berücksichtigung eines hochgerechneten Börsenkurses für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung nicht relevant.

6.8. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund unserer Kenntnis der einschlägigen Teile des gemeinsamen Berichts, der uns erteilten Auskünfte, der Besprechungen mit dem Vorstand der VQT AG, der Besprechungen mit Vertretern der beauftragten Bewertungsgutachterin EY, die bei der Wertermittlung unterstützt hat, sowie der Durchsicht der dem abgeleiteten Ergebnis zugrunde liegenden Planungsrechnung und den sonstigen Unterlagen stellen wir fest, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der VQT keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten sind.

7. Ermittlung der angemessenen Abfindung und Ausgleichszahlung

7.1. Ermittlung der angemessenen Abfindung gem. § 305 AktG

Die Ausgangswerte für die Ermittlung der vorgeschlagenen Abfindung sind in der als Anlage zum gemeinsamen Bericht beigefügten Gutachtlichen Stellungnahme ausführlich dargestellt.

Aus dem Unternehmenswert in Höhe von rund TEUR 313.927 wurde von der Bewertungsgutachterin ein Wert je Aktie in Höhe von EUR 21,29 abgeleitet.

Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs beträgt EUR 12,75.

Die Vertragsparteien haben über die von der Bewertungsgutachterin ermittelte angemessene Abfindung hinaus die Höhe der Abfindung auf

EUR 21,80

je Aktie festgelegt.

Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

7.2. Ermittlung des angemessenen Ausgleichs gem. § 304 AktG

Als Ausgleich ist gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Diese gesetzliche Regelung stellt sicher, dass der außenstehende Aktionär eine Ausgleichszahlung erhält, die wertmäßig der Dividende entspricht, die er ohne den Unternehmensvertrag erhalten würde (BGH, 21. Juli 2003, II ZB 17/01; OLG München, 17. Juli 2007, 31 Wx 60/06).

Die Ableitung der Ausgleichszahlung erfolgt regelmäßig durch Verrentung des Ertragswertes (Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. 2020, Rz. 12.201; Koch, Aktiengesetz, 16. Aufl., 2022, § 304 AktG, Tz. 10; BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14; OLG Bremen, 15. Mai 2020,

2 W 47/19; OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19; OLG München, 11. März 2020, 31 Wx 341/17; OLG Düsseldorf, 12. November 2015, 26 W 9/14; OLG Frankfurt a.M., 28. März 2014, 21 W 15/11).

Die Berechnung des festen Ausgleichs ist rechnerisch aus dem ermittelten Ertragswert zu Beginn des Geschäftsjahres abzuleiten, zu dem der Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag wirksam wird oder wirksam werden soll (WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 82; OLG Frankfurt v. 26.01.2015, 20 W 26/13; OLG Frankfurt v. 28.03.2014, 21 W 15/11; OLG Stuttgart v. 14.09.2011, 20 W 6/08). Gemäß § 7 Abs. 2 des Vertrags wird der Vertrag wirksam, sobald sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der VQT AG eingetragen worden ist, frühestens jedoch mit dem Beginn des am 1. Januar 2024 beginnenden Geschäftsjahres der VQT AG. Somit ist der Ausgleich auf den 1. Januar 2024 zu ermitteln.

Die Bewertungsgutachterin hat den festen Ausgleich durch eine Verrentung des ertragswertbasierten Unternehmenswertes der VQT AG zum 1. Janaur 2024, d. h. unter Einbezug der Sonderwerte, ermittelt. Diese Vorgehensweise halten wir für angemessen.

Verrentungszinssatz

Der Verrentungszinssatz drückt ökonomisch die gegenüber des Ausgleichs äquivalente Alternativanlage aus. Insofern soll er die Risikostruktur des Ausgleichs abbilden. Für die Ableitung des Verrentungszinssatzes finden sich in der Praxis grundsätzlich zwei unterschiedliche Vorgehensweisen: zum einen der Mittelwertansatz und zum anderen der Bonitätsansatz. Beim Mittelwertansatz wird der risikolose Basiszinssatz um die Hälfte des Risikozuschlages des Ertragswertverfahrens erhöht (Popp/Ruthardt in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Rn. 12.208 ff; WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 88). Beim Bonitätsansatz wird der risikolose Zinssatz um einen Bonitätszuschlag für das Ausfallrisiko der Muttergesellschaft erhöht (Frank/Muxfeld/Galle, Corporate Finance, Themenheft Unternehmensbewertung, 12/2016, S. 455; WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 88).

Sowohl der Mittelwertansatz als auch der Bonitätsansatz sind geeignet, den Verrentungszinssatz für die Ermittlung des Ausgleichs abzuleiten (BGH, 21. Februar 2023, II ZB 12/21).

Wenn und soweit der Unternehmensvertrag eine Klausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots vorsieht, kommt primär der Bonitätsansatz zum Ansatz (BGH, 21. Februar 2023, II ZB 12/21; OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15).

In § 5 Abs. 6 des Vertrags ist geregelt, dass im Falle der Vertragskündigung zu einem Zeitpunkt nach Ablauf der in § 5 Abs. 1 oder Abs. 2 des Vertrags genannten Fristen, jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär von VQT AG das Recht hat, seine VQT AG-Aktien, die er in diesem Zeitpunkt hält, der Fahrenheit AcquiCo gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 des Vertrags anzubieten. Die Fahrenheit AcquiCo ist dann verpflichtet, die von dem außenstehenden Aktionär angebotenen VQT AG-Aktien gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 des Vertrags zu erwerben. Der Vertrag sieht somit eine Klausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots vor. Die Bewertungsgutachterin hat die Ermittlung des Verrentungszinssatzes anhand des Bonitätsansatzes abgeleitet.

Wir haben die Ermittlungsmethodik zur Ableitung des Verrentungszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Den von der Bewertungsgutachterin abgeleiteten Verrentungszinssatz haben wir anhand des Bonitätsansatzes plausibilisiert, d. h. wir haben die Herleitung der Bonität der VQT AG und des Bonitätszuschlags geprüft.

Bei einer Ableitung des jährlichen Ausgleichs durch Verzinsung des Unternehmenswerts je Aktie mit dem Bonitätsansatz, handelt es sich im Falle einer Vertragsklausel zum Wiederaufleben des Abfindungsanspruchs der außenstehenden Aktionäre um ein übliches und angemessenes Vorgehen, welches auch in der Rechtsprechung Zustimmung findet (WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 89; OLG Frankfurt, 24.11.2011, 21 W 7/11).

Der von uns ermittelte Nach-Steuer-Verrentungszinssatz beträgt 3,64 %. Überführt man diesen in einen Vorsteuer-Verrentungszinssatz ergibt sich ein Wert in Höhe von 4,94 %.

Auf Basis der von uns vorgenommenen Plausibilisierung halten wir die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Ermittlung des Verrentungszinssatzes zur Ableitung der Ausgleichszahlung für sachgerecht.

Der Verrentungszinssatz ist nicht um einen Wachstumsabschlag zu vermindern (OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/08 (13); OLG München, 17. Juli 2007, 31 Wx 60/06).

Auswirkungen der Abgeltungsteuer

Bei der Festlegung des Ausgleichs werden grundsätzlich die Zuflüsse aus dieser Ausgleichszahlung wie Dividenden behandelt und unterliegen daher der Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich Solidaritätszuschlag. Hierzu werden nach der Verrentung des Nachsteuerwertes mit einem Nachsteuerzinssatz zur Ermittlung des festzusetzenden Ausgleichsbetrags die typisierte Steuerbelastung aufgeschlagen und so der Nachsteuerwert in einen Vorsteuerwert umgerechnet (OLG Frankfurt, 20. Juli 2016, 21 W 21/14; OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10; LG Stuttgart, 5. November 2012, 31 O 55/08).

Die Bewertungsgutachterin hat entgegen der oben dargestellten Vorgehensweise die Ausgleichszahlung direkt auf Basis eines Verrentungszinssatz vor persönlicher Einkommensteuer ermittelt und hieraus direkt den Ausgleich vor persönlicher Einkommensteuer berechnet. Da beide Verfahren ineinander überleitbar sind und zum gleichen Ergebnis führen, erachten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin als angemessen.

Ableitung des Ausgleichsbetrages

Ausgangspunkt der Ableitung des Ausgleichsbetrages ist der aus dem Unternehmenswert zum 1. Januar 2024 abgeleitete Wert je Aktie von EUR 21,86.

Die Ermittlung des angemessenen jährlichen Ausgleichs ergibt sich aus nachfolgender Übersicht (Verrentung mit Zinssatz vor persönlicher Ertragsteuer):

		VQT AG		Aktienportfolio	
		EUR	Rendite	EUR	Rendite
Unternehmenswert je Aktie	01.01.2024	21,86		21,86	
Basiszinssatz vor Einkommensteuer	2,50%				
Verrentungszins (vor Est)	4,94%				
Typ. Einkommensteuer	-1,30%				
Verrentungszins (nach ESt)	3,64%				
Verrentungszins (nach ESt)				3,64%	
Rentenbetrag vor ESt		1,08	4,94%		
Einkommensteuer (26,375 %)		-0,28			
Rentenbetrag nach ESt		0,80	3,64%	0,80	3,64%
Ausgleichszahlung (vor ESt)		1,08			

In einem ersten Schritt ist der jährliche Rentenbetrag nach persönlicher Einkommensteuer („ESt") zu ermitteln, der sich aus der Verzinsung des Unternehmenswertes je Aktie ergibt (EUR 0,80). Anschließend ist der Wert zu ermitteln, der vor ESt notwendig ist, um einen Rentenzufluss nach ESt in dieser Höhe zu erhalten. Der notwendige Ausgleich vor ESt beträgt somit EUR 1,08.

Modifikation des festen Ausgleichs nach der BGH-Rechtsprechung

In der Ytong-Entscheidung gelangte der BGH zu der Auffassung, dass als Ausgleichszahlung der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-)Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs zuzusichern sei. Anpassungen der Körperschaftsteuer könnten demnach zu Anpassungen der Ausgleichszahlung führen, da nach der Auffassung des BGH die „Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann, sondern lediglich Ausfluss des von ihr erwirtschafteten Gewinns ist" (BGH, 21. Juli 2003, II ZB 17/01; kritisch: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap C, Tz. 85; Popp, WPg 2008, S. 23, 25).

Zur Berücksichtigung von möglichen Änderungen der Körperschaftsteuerbelastungen auf die Höhe der Ausgleichszahlungen im Sinne des BGH-Beschlusses vom 21. Juli 2003, wonach gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG als (fester) Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-)Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs zuzusichern ist, ist die Bemessungsgrundlage für die Körperschaftsteuer einschließlich des Solidaritätszuschlags (OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10; BayObLG, 28. Oktober 2005, 3Z BR 071/00, LG München I, 31. Juli 2015, 5 HKO 16371) festzuschreiben. Die Ermittlung des Ausgleichs erfolgt, indem die aktuelle Körperschaftsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von dem aus dem Ertragswert abgeleiteten Bruttoausgleich abgezogen wird.

	Bruttoausgleich ausgleich	./. KSt + SolZ	Ausgleichs-zahlung
	EUR	EUR	EUR
Anteiliger Ausgleich aus mit deutscher Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag belasteten Gewinnen	0,13	0,02	0,11
Anteiliger Ausgleich aus **nicht** mit deutscher Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag belasteten Gewinnen	0,97	0,00	0,97
Ausgleich gesamt	1,10	0,02	1,08

Der angemessene Ausgleich nach § 304 AktG beträgt damit je Stückaktie EUR 1,10 (Bruttogewinnanteil je Aktie) abzüglich eines von der VQT AG zu entrichtenden Betrags für die Körperschaftsteuer. Dieser Betrag ist aus dem im Bruttogewinnanteil enthaltenen Gewinnanteil von EUR 0,13 je Stückaktie aus körperschaftsteuerlich belasteten Gewinnen der VQT AG unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes zu ermitteln. Der zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltende Körperschaftsteuersatz inklusive Solidaritätszuschlag beträgt 15,825 %; hieraus resultiert ein körperschaftsteuerlicher Abzugsbetrag vom mit Körperschaftsteuer zu belastenden Gewinnanteil von EUR 0,02.

Bei unverändertem Körperschaftsteuersatz von 15,0 % und Solidaritätszuschlag von 5,5 % beträgt der Ausgleich je Stückaktie EUR 1,08.

Der von dem Hauptaktionär vorgeschlagene Ausgleich beträgt EUR 1,16 je Stückaktie. Der sich hieraus ergebende Bruttoausgleich vor zu entrichtender Körperschaftsteuer inkl. Solidaritätszuschlag beläuft sich hieraus auf EUR 1,18 je Stückaktie. Da der angebotene Ausgleich sowie der hieraus abgeleitete Bruttoausgleich oberhalb der von der Bewertungsgutachterin ermittelten Beträgen liegt, erachten wir den angebotenen Ausgleich in Höhe von EUR 1,16 je Stückaktie sowie den Bruttoausgleich in Höhe von EUR 1,18 je Stückaktie für angemessen.

8. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung und Ausgleichszahlung

„Aus dem Unternehmenswert in Höhe von rund TEUR 313.927 ergibt sich ein angemessener Wert je Aktie in Höhe von EUR 21,29. Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Abfindung, die den außenstehenden Aktionären der va-Q-tec AG, Würzburg, infolge des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der Fahrenheit AcquiCo GmbH, Frankfurt am Main, gemäß § 305 AktG gewährt wird, in Höhe von EUR 21,80 je auf den Namen lautende Stückaktie angemessen.

Der angemessene Ausgleich nach § 304 AktG beträgt je Aktie EUR 1,10 (Bruttogewinn-anteil je Aktie) abzüglich eines von der VQT AG zu entrichtenden Betrages für die Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag. Dieser Betrag ist aus dem im Bruttogewinnanteil enthaltenen Gewinnanteil von EUR 0,13 je auf den Namen lautende Stückaktie aus körperschaftsteuerlich belasteten Gewinnen der VQT AG unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes zu ermitteln. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung von 15,825 % (inkl. Solidaritätszuschlag) ergibt sich ein Abzugsbetrag von EUR 0,02 und damit ein Nettoausgleichsbetrag von EUR 1,08 je Aktie. Der den außenstehenden Aktionären der VQT AG gewährte Bruttoausgleich in Höhe von EUR 1,18 je Aktie und der sich hieraus ergebende gewährte Nettoausgleich in Höhe von EUR 1,16 je Aktie sind demnach angemessen."

Köln, 14. Juli 2023

EBNER STOLZ GmbH & Co. KG WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT · STEUERBERATUNGSGESELLSCHAFT WIRTSCHAFTS-PRÜFUNGS-GESELLSCHAFT SIEGEL STUTTGART ZWEIGNIEDERLASSUNG KÖLN

Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

Jörg Neis
Wirtschaftsprüfer

Florian Leis
Wirtschaftsprüfer

Anlagen

Abschrift

Anlage 1

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 1 HK O 781/23

In dem Rechtsstreit

1) **va-Q-tec AG**, vertreten durch d. Vorstand, Alfred-Nobel-Straße 33, 97080 Würzburg
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:
Rechtsanwälte **Hogan Lovells International LLP**, Große Gallusstraße 18, 60312 Frankfurt, Gz.: 146951, 000036

2) **Fahrenheit AcquiCo GmbH**, vertreten durch d. Geschäftsführer, c/o Milbank LLP, Maximilianstraße 15, 80539 München
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:
Rechtsanwälte **Milbank LLP**, Maximilianstraße 15, 80539 München

wegen Prüferbestellung

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 1. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Walther am 17.02.2023 folgenden

Beschluss

1. Als Vertragsprüfer für den zwischen den Antragstellerinnen beabsichtigten Gewinnabführungsvertrag wird die

   Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft,

   Herr WP und StB Jörg Neis ,

   Holzmarkt 1,

   50676 Köln

   ausgewählt und bestellt.

2. Die Antragstellerinnen tragen die Kosten des Verfahrens.

3. Der Gegenstandswert wird auf 10.000 € festgesetzt.

Gründe:

Die Antragstellerinnen beabsichtigen den Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages. Gem. § 293b AktG ist dieser Vertrag von wenigstens einem Vertragsprüfer zu prüfen. Gem. § 293c AktG wählt und bestimmt diesen das zuständige Landgericht Nürnberg-Fürth.

Entsprechend der vergleichbaren Regelung in § 10 UmwG kann - wie hier geschehen - ein Vorschlag zur Person des Prüfers zur Bestellung unterbreitet werden (vgl. Lutter, Rdnr.7 f zu § 10 UmwG). Einem Vorschlag der Antragstellerinnen war zu folgen, da Hinderungsgründe nicht ersichtlich sind.

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 81 FamFG i. V. m. § 293c AktG, 10 Abs. 3 UmwG.

Die Festsetzung des Gegenstandswert beruht auf § 36 GNotKG.

gez.

Walther
Vorsitzender Richter am Landgericht

Abschrift

Anlage 2

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 1 HK O 781/23

In dem Rechtsstreit

1) **va-Q-tec AG**, vertreten durch d. Vorstand, Alfred-Nobel-Straße 33, 97080 Würzburg
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:
Rechtsanwälte **Hogan Lovells International LLP**, Große Gallusstraße 18, 60312 Frankfurt, Gz.: 146951, 000036

2) **Fahrenheit AcquiCo GmbH**, vertreten durch d. Geschäftsführer, c/o Milbank LLP, Maximilianstraße 15, 80539 München
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:
Rechtsanwälte **Milbank LLP**, Maximilianstraße 15, 80539 München

wegen Prüferbestellung

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 1. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Walther am 23.02.2023 folgenden

Beschluss

Der Beschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth - 1. Kammer für Handelssachen - vom 17.02.2023 wird

a) im Rubrum wie folgt berichtigt:
Das Wort „Gewinnabführungsvertrag“ wird ersetzt durch „Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag“ und

b) in den Gründen wie folgt berichtigt:

Das Wort „Gewinnabführungsvertrages“ wird ersetzt durch „Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages“.

Gründe:

Es liegt ein offensichtliches Schreibversehen vor, § 319 ZPO.

gez.

Walther
Vorsitzender Richter am Landgericht

DokID: 392043 UO868B0

Allgemeine Auftragsbedingungen
für
Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer" genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies ausdrücklich vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

(4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten.
© IDW Verlag GmbH · Tersteegenstraße 14 · 40474 Düsseldorf

Lizensiert für/Licensed to: Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft | 4385435

DokID: 392043 UO868B0

(5) Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Abs. 2 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise

b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern

c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden

d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern

e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Einheitsbewertung und Vermögensteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,

b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,

c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und

d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.

Lizensiert für/Licensed to: Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft | 4385435