


Gutachtliche Stellungnahme
über die Ermittlung des Unternehmenswerts
zum 25. April 2025

Vectron Systems AG
Münster

A decorative graphic in the bottom right corner consisting of a series of overlapping, stepped rectangular blocks in shades of blue and black, creating a modern, architectural look.

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
acardo	acardo group AG, Dortmund
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Arrow HoldCo	Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DB	Der Betrieb
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)

Abkürzung	Bezeichnung
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EStG	Einkommensteuergesetz
EUR	Euro
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FB	Finanz Betrieb
FC	Forecast
GewStG	Gewerbsteuergesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standards
IWF	Internationaler Währungsfonds
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum (pro Jahr)
PF	Pro Forma
posmatic	posmatic GmbH, Münster

Abkürzung	Bezeichnung
RSM Ebner Stolz	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
RWZ	Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen
Shift4	Shift4 Payments, Inc., Center Valley/USA
SolZ	Solidaritätszuschlag
USD	US-Dollar
Vectron America	VECTRON America Inc., Ottawa/Kanada
Vectron Systems	Vectron Systems AG, Münster
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	6
2. Beschreibung des Bewertungsobjekts	10
2.1.Rechtliche Grundlagen	10
2.2.Wirtschaftliche Grundlagen	11
a) Geschäftstätigkeit der Vectron Systems-Gruppe	11
b) Marktumfeld	20
c) Analyse der Peer Group-Unternehmen	42
3. Grundsätze der Unternehmensbewertung	47
3.1.Allgemeines	47
3.2.Objektivierter Unternehmenswert	48
a) Grundlagen	48
b) Zukunftserfolgswert (Ertragswert)	49
c) Liquidations- und Substanzwert	53
d) Vergleichsorientierte Bewertung	54
e) Vorerwerbe durch die Shift4-Gruppe	55
4. Börsenkurs	57
4.1.Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag	57
4.2.Maßgeblicher Dreimonatsdurchschnittskurs	59
4.3.Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert	60
a) Zielbild und Analysekrterien	60
b) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Vectron Systems	61
4.4.Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung	68
5. Ertragswert	71
5.1.Analyse der Vergangenheitsergebnisse	71
a) Allgemeines	71
b) Vermögenslage	72
c) Ertragslage	76

5.2. Planungsrechnung	87
a) Beschreibung des Planungsprozesses	87
b) Plan-Ist-Vergleich	90
c) Planungsrechnung der Vectron Systems	93
5.3. Weitere Planungskomponenten	111
5.4. Nachhaltiges Ergebnis	113
5.5. Erfolgsrechnung	115
5.6. Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen	116
5.7. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	117
a) Basiszinssatz	117
b) Risikozuschlag	119
5.8. Nachhaltige Wachstumsrate	131
a) Methodische Überlegungen zum Wachstumsabschlag	131
b) Begründung der Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate	135
5.9. Ableitung der Kapitalisierungszinssätze	139
5.10. Bewertung der Vectron Systems	140
a) Ermittlung des Ertragswerts	140
b) Sonderwerte der Vectron Systems	140
c) Unternehmenswert	142
d) Sensitivitätsrechnung	142
5.11. Vergleichsorientierte Bewertung	144
6. Ermittlung des Ausgleichs gem. § 304 AktG	147
6.1. Vorgehensweise	147
6.2. Verrentungszinssatz	148
6.3. Wachstumsabschlag	149
6.4. Auswirkungen der Abgeltungsteuer	149
6.5. Ableitung der Ausgleichszahlung	150
6.6. Modifikation des festen Ausgleichs nach der BGH-Rechtsprechung	151
7. Ergebnis	153
Allgemeine Auftragsbedingungen	

<p>Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von \pm einer Einheit (TEUR, % usw.) auftreten.</p>
--

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Von der Geschäftsführung der

Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main,
(im Folgenden auch „Arrow HoldCo“),

sowie dem Vorstand der

Vectron Systems AG, Münster,
(im Folgenden auch „Vectron Systems“, Gesellschaft oder Unternehmen),

wurden wir gemeinsam beauftragt, den Unternehmenswert der

Vectron Systems AG, Münster,

zum 25. April 2025 zur Ableitung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Ausgleichs im Rahmen des beabsichtigten Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zu ermitteln.

Die Arbeiten haben wir mit Unterbrechungen in der Zeit vom 1. Oktober 2024 bis 21. März 2025 zum Teil in den Geschäftsräumen der Vectron Systems, im Übrigen in unseren Geschäftsräumen durchgeführt.

Der Auftragsdurchführung liegen die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) in der Fassung vom 2. April 2008 zugrunde. Den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ haben wir beachtet. Auftragsgemäß ermitteln wir in der Funktion des neutralen Gutachters einen objektivierten Wert für die Gesellschaft. Klarstellend weisen wir darauf hin, dass die Entwurfsfassung des IDW ES 1 i.d.F. 2024 (Stand: 7. November 2024) eine noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung darstellt und nach den Maßgaben des FAUB eine vorzeitige Anwendung ausgeschlossen ist.

Wir weisen darauf hin, dass sich der Vorstand der Vectron Systems für die Aufstellung und die Darlegung der Planungsrechnung sowie die der Planungsrechnung zugrunde liegenden Prämissen verantwortlich zeichnet. Wir können und werden keine Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie für das Ergebnis der unternehmerischen Tätigkeit übernehmen. Wir weisen

darauf hin, dass in der Zukunft liegende Ereignisse häufig nicht wie erwartet eintreten und erhebliche Planabweichungen eintreten können. Unsere Haftung und Verantwortung sind insoweit auf die bei kritischer Würdigung und Beurteilung anzuwendende berufsmäßige Sorgfalt beschränkt. Unsere Untersuchungen unterscheiden sich sowohl in ihrem Umfang als auch in ihren Zielen wesentlich von einer Jahresabschlussprüfung oder ähnlichen Tätigkeiten. Demzufolge erteilen wir kein Testat bzw. keine andere Form der Bescheinigung und machen keine Zusicherung hinsichtlich der Jahresabschlüsse oder des internen Kontrollsystems der Vectron Systems und deren Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse sowie der Lageberichte der Jahre 2022 bis 2023 mit den jeweiligen gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer RSM GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf, bzw. Nexia GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf, bestätigt worden.

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

Sollten sich in der Zeit zwischen der Unterzeichnung dieser gutachtlichen Stellungnahme und der voraussichtlichen Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der Vectron Systems über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag am 25. April 2025 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung des Unternehmens ergeben, sind diese bei der Bewertung noch zu berücksichtigen.

Auskünfte haben uns seitens der Vectron Systems-Gruppe der Vorstand sowie die von ihm benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt.

Bei der Bewertung haben sich keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293a Abs. 1 S. 2 AktG ergeben.

Die berufsmäßigen Vollständigkeitserklärungen – in welchen die Geschäftsführung der Arrow HoldCo sowie der Vorstand der Vectron Systems versichern, dass uns sämtliche Informationen, die für die vorliegende Unternehmensbewertung von Bedeutung sind, richtig und vollständig zur Verfügung gestellt worden sind – haben wir zu unseren Arbeitspapieren genommen.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten „Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgebend. Die Höhe unserer Haftung bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen.

Danach gelten für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist danach der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und RSM Ebner Stolz bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens auf EUR 4 Mio. beschränkt (vgl. § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO). Dies gilt nicht für Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen.

Diese gutachtliche Stellungnahme dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage unserer Auftraggeber im Zusammenhang mit der Ermittlung der angemessenen Abfindung sowie des angemessenen Ausgleichs und darf nicht für andere Zwecke verwendet werden. Die Verwendungsbeschränkung findet keine Anwendung auf Veröffentlichungen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung der Hauptversammlung, die über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag entscheidet, oder Gerichtsverfahren, die im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geführt werden könnten. Darüber hinaus bedarf eine Weitergabe an Dritte unserer textförmlichen Zustimmung.

Aus gegebenem Anlass weisen wir darauf hin, dass eine darüber hinausgehenden Weitergabe oder Bezugnahme auf unsere gutachtliche Stellungnahme – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zu Grunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur an Dritte erfolgen darf, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.

Soweit sachgerecht, werden zur sprachlichen Vereinfachung die Begriffe Garantiedividende, Ausgleichszahlung und Ausgleich in dieser gutachtlichen Stellungnahme synonym verwendet.

Auftragsunterlagen

Zur Durchführung unserer Bewertung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Berichte der Nexia GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft (bis 2022: RSM GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft) über die Prüfung von Jahresabschluss und Lagebericht der Vectron Systems sowie der acardo group AG, Dortmund (nachfolgend: „acardo group AG“) für die Geschäftsjahre 2022 bis 2023,
- Jahresabschlüsse der Vectron Systems für die Geschäftsjahre 2022 bis 2023,
- Geschäftsberichte der Vectron Systems für die Geschäftsjahre 2022 bis 2023,

- Ungeprüfte vorläufige Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen der Vectron Systems, der acardo group AG sowie der posmatic GmbH zum 31. Dezember 2024,
- Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot der Shift4-Gruppe für die Vectron Systems aus dem Juni 2024,
- Ad hoc-Mitteilung der Vectron Systems zur Absicht der Arrow HoldCo GmbH, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen, vom 26. September 2024,
- Budget-Planung und Mehrjahres-Ausblick („Projektion“) der Vectron Systems für die Geschäftsjahre 2025 bis 2031,
- Budget-Planung und Mehrjahres-Ausblick („Projektion“) der acardo für die Geschäftsjahre 2025 bis 2027,
- interne Controllingauswertungen der Vectron Systems,
- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der Vectron Systems im Zeitraum vom 1. Januar 2024 bis zum Ende der Bewertungsarbeiten,
- Satzung der Vectron Systems,
- Handelsregisterauszug der Vectron Systems,
- verschiedene markt- und branchenspezifische Veröffentlichungen,
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

2. Beschreibung des Bewertungsobjekts

2.1. Rechtliche Grundlagen

Die Vectron Systems ist unter der Nummer HRB 10502 im Handelsregister B beim Amtsgericht Münster eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

Gemäß der Satzung ist der Gegenstand des Unternehmens die Entwicklung, der Vertrieb und die entgeltliche Überlassung von integrierten Lösungen für Kasseninstallationen und verwandte Systeme, mit software- und cloudbasierten Datenanalyse-, Datenmanagement-, Warenwirtschafts-, CRM- und Service-Modulen, Schnittstellen für Drittanbieter, mit damit verbundenen Dienstleistungen jeder Art und mit der Produktion der dafür erforderlichen Hardware, insbesondere der Kassensysteme und deren Zubehör.

Das Grundkapital der Gesellschaft beläuft sich auf EUR 8.872.165,00 und ist in 8.872.165 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Die Gesellschaft hält keine eigenen Anteile.¹

Der Vorstand ist mit Beschluss der Hauptversammlung vom 19. Juni 2024 ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital bis zum 18. Juni 2029 einmalig oder mehrmals um insgesamt bis zu EUR 4.028.257,00 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2024).

Das Grundkapital ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 19. Juni 2024 um bis zu EUR 28.000,00 (Bedingtes Kapital 2017), EUR 212.500,00 (Bedingtes Kapital 2020) sowie EUR 4.028.257,00 (Bedingtes Kapital 2024) bedingt erhöht. Die bedingten Kapitalien dienen ausschließlich zur Bedienung von Optionen, die aufgrund der Ermächtigung durch die Hauptversammlung vom 23. Juni 2017 leitenden Mitarbeitern der Gesellschaft und nachgeordneter verbundener Unternehmen gewährt wurden (Bedingtes Kapital 2017) bzw. aufgrund der Ermächtigung zur Auflage eines Aktienoptionsplans 2020 durch die Hauptversammlung vom 19. September 2020 in der Fassung des Änderungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 21. Juni 2022 ausgegeben wurden (Bedingtes Kapital 2020) bzw. zur Bedienung von Umtausch- und Bezugsrechten im Rahmen von Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen und/oder Genussrechten mit Umtausch- oder Bezugsrechten (Bedingtes Kapital 2024). Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen und/oder Genussrechte wurden bislang jedoch nicht ausgegeben.

¹ Das in der jüngsten uns vorliegenden Fassung der Satzung ausgewiesene sowie das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der Vectron Systems beläuft sich auf EUR 8.862.165,00. Die Abweichung in Höhe von EUR 10.000,00 resultiert aus der Ausübung einer entsprechenden Anzahl von Mitarbeiteroptionen im März 2025, die noch nicht im Handelsregister eingetragen wurde.

Die Aktien der Gesellschaft waren bis zum 30. September 2024 unter der ISIN DE000A0KEXC7 zum Handel im Scale-Segment des Freiverkehrs der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Darüber hinaus erfolgte Handel mit den Aktien der Gesellschaft im Freiverkehr an verschiedenen weiteren deutschen Börsenplätzen. Mit Ablauf des 30. September 2024 kam es zu einem Delisting der Aktien der Gesellschaft an der Frankfurter Wertpapierbörse. Seither wird die Aktie der Vectron Systems lediglich noch im Freiverkehr der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wurde weder von der Gesellschaft veranlasst noch von ihr unterstützt.

Gegenstand unserer Bewertung ist die Vectron Systems einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Wir bezeichnen daher im weiteren Verlauf die Vectron Systems einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen als „Vectron Systems-Gruppe“.

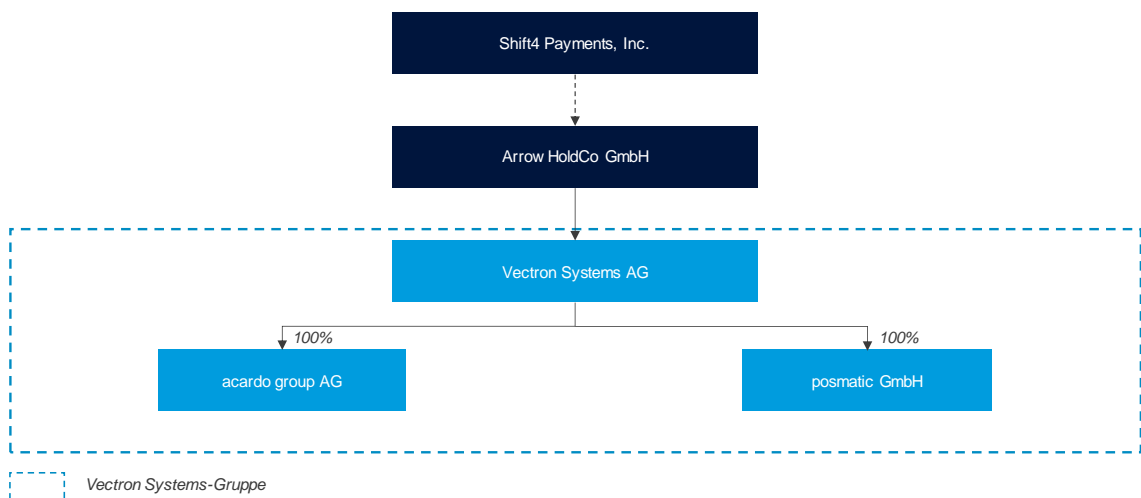
2.2. Wirtschaftliche Grundlagen

a) Geschäftstätigkeit der Vectron Systems-Gruppe

Die wesentliche Geschäftstätigkeit der Vectron Systems-Gruppe besteht in dem Vertrieb und der entgeltlichen Überlassung von stationären und mobilen Kassensystemen, Kassensoftware, Apps, Payment (Bezahl-Dienste), sowie digitalen und cloudbasierten Services in Europa. Ergänzend werden Leistungen im Bereich der Kundenbindung sowie unter der Marke acardo im Bereich der Kundenaktivierung durch Couponing und Cashback erbracht. Die früher von Vectron Systems verfolgte eigene Entwicklung und Fertigung stationärer Kassensysteme wurde im Geschäftsjahr 2023 eingestellt. Demgegenüber wird POS-Kassensoftware mit angeschlossenen „Digitalen Diensten“ weiterhin selbst entwickelt.

Struktur der Vectron Systems-Gruppe

Die Organisationsstruktur der Vectron Systems-Gruppe ist nachfolgend vereinfachend dargestellt:



Quelle: Vectron Systems, eigene Darstellung.

Die Vectron Systems ist die Muttergesellschaft der Vectron Systems-Gruppe. Neben der Erbringung von Holding-Funktionen ist in ihr das operative Geschäft mit Kassensystemen und Kassensoftware gebündelt. Bei der acardo group AG, die 2023 von Vectron Systems übernommen wurde und seitdem Teil des Konzerns ist, werden Leistungen im Bereich der Kundenaktivierung, wie Cashback und Couponing, erbracht. Die posmatic GmbH war ursprünglich ein Anbieter cloud-basierter Kassensoftware für das iOS-Betriebssystem. Die Gesellschaft entfaltet allerdings mittlerweile selbst keine Geschäftstätigkeit mehr, der Vertrieb der Produkte unter der Marke „posmatic“ erfolgt über die Vectron Systems.

Zur Vectron Systems-Gruppe gehörte in der Vergangenheit auch die Vectron America Inc. Diese ist eine unwesentliche Vertriebsgesellschaft für den amerikanischen Raum, deren Ziel der Aufbau eines Nordamerikageschäfts war und an der Vectron mit 80 % beteiligt war. Gemäß den Bedingungen des Business Combination Agreements mit Shift4 ist eine Veräußerung der Beteiligung an der Vectron America an den bisherigen Mitgesellschafter vorgesehen. Der Kaufvertrag wurde am 18. Februar 2025 unterzeichnet. Der Kaufpreis beträgt USD 1,00.

Zum 28. Februar 2025 beschäftigte die Vectron Systems-Gruppe insgesamt 265 Mitarbeiter.

Beschreibung der Segmente

Die Geschäftstätigkeit der Vectron Systems-Gruppe ist in die Segmente „POS-Systeme“ (Vectron Systems, posmatic GmbH) sowie „Couponing und Cashback“ (acardo group AG) unterteilt.

Segment „POS-Systeme“

Das Segment der POS-Systeme umfasst die unter der Kernmarke „Vectron“ vertriebenen hochwertigen stationären und mobilen Kassensysteme sowie Peripheriegeräte wie Kundendisplays, Zahlungsterminals, Scanner und Waagen. Die von Vectron Systems selbst entwickelte Software bietet dabei vielfältige Anpassungsmöglichkeiten und kann auch weitere, komplexe Geschäftsprozesse der Betreiber abbilden, die überwiegend aus dem Gastro- und Bäckerei-Segment stammen, aber nicht auf diese beschränkt sind. So wendet sich zum Beispiel die stationäre Vectron POS Life Kasse als All-in-One-Lösung an kleine Einzelhändler und Dienstleistungsbetriebe. Sie umfasst ein Touch-Bediendisplay, einen Drucker und ein Kundendisplay, integriert in einer Hardware. Außerdem gibt es die stationäre High-End Vectron POS 7 Kasse (bzw. zukünftig das Nachfolgemodell POS 8), die sich durch ihre Modularität und ihren umfangreichen Funktionsumfang auszeichnet. Mit den mobilen Lösungen, wie z.B. der POS M4 Pay Kasse, können Bestellungen direkt am Tisch des Gastes aufgenommen und Kartenzahlungen akzeptiert werden. Das mittlere Preis- und Leistungssegment wird durch die Zweitmarke „Duratec“ abgedeckt. Hierbei ist der Funktionsumfang, insbesondere das Benutzerinterface, reduziert. Duratec richtet sich somit hauptsächlich an Gastro-Betriebe mit Standardanforderungen, bei denen leichte Erlernbarkeit und einfache Handhabung im Vordergrund stehen. Anstelle dezidierter stationärer oder mobiler Hardware können zudem auch Smartphones als mobile Kassen-Lösung verwendet werden.

Das Geschäftsmodell von Vectron Systems ist auf kurze Lieferzeiten ausgerichtet. Zur Jahresmitte 2023 hat Vectron Systems allerdings seine bis dahin vorgenommene Eigenfertigung von Kassenhardware eingestellt. Seither beschafft die Gesellschaft sämtliche Kassenhardware von Fremdanbietern vor allem aus Fernost.

Die wesentliche Differenzierung im Wettbewerb der POS-Systeme resultiert aus der Vectron-Software („VPOS“). Diese wird weiterhin selbst entwickelt, betrieben und kontinuierlich optimiert. Nach eigener Einschätzung verwenden in der D-A-CH-Region aktuell rund 65.000 Filialen Vectron-Kassensysteme, davon etwa 45.000 in Deutschland.

Vectron Systems bietet darüber hinaus umfassende digitale Services an, die bei Buchung des sog. „Digitalpakets“ über die myVectron Cloud nahtlos in die Kasse integriert werden können. Dazu zählen unter anderem eine Reporting-App, die detaillierte Echtzeitdaten zur Betriebsentwicklung bereitstellt, eine Ordering-Lösung, die es Kunden ermöglicht, online oder per QR-Code

zu bestellen, eine digitale Bon-Lösung sowie ein Fiskalarchiv, das alle fiskalischen Daten, wie den Tagesabschlussbericht und Rechnungen, täglich automatisch in der myVectron Cloud sichert. Zusätzlich stehen Schnittstellen zu verschiedenen Softwarelösungen, wie Warenwirtschafts-, Finanzbuchhaltungs- und Personalmanagementsoftware, zur Verfügung. Bis Februar 2025 stieg die Anzahl der Filialen mit laufenden Digitalpaketen von rund 22.000 per Ende 2023 auf rund 24.000.

Zu den Hauptkundengruppen zählen Gastronomiebetriebe und Bäckereien. Darüber hinaus gehören auch Metzgereien, Hotels, der Einzelhandel und der Dienstleistungssektor zum Kundenkreis. Dabei entfallen etwa 60 % der Umsätze auf die Gastronomiebranche, 30 % auf Bäckereien und rund 10 % auf die übrigen Branchen.² Der Vertrieb und die direkte Kundenbetreuung vor Ort erfolgen durch rund 300 Fachhandelspartner, die international, jedoch vornehmlich im deutschsprachigen Raum, verteilt sind.

Vectron Systems bietet seit 2012 „Digitale Dienste“ und Loyalty-Services über die Marke „bonVito“ an. Diese Services ermöglichen es, digitale Stempelhefte, Kundenkarten mit Punktesammel- und Bezahlungsfunktion sowie Coupons direkt in die Kassensysteme zu integrieren. Auch Vorbestellungen und Tisch-Reservierungen sowie Kundenbindungskampagnen sind über bonVito möglich. Zielgruppe sind hier v.a. Bäckereien und Gastro-Filialisten. Insgesamt hatte bonVito zum Jahresende 2023 mehr als 7.800 Filialen mit ca. 13 Mio. Kundenkarten unter Vertrag.

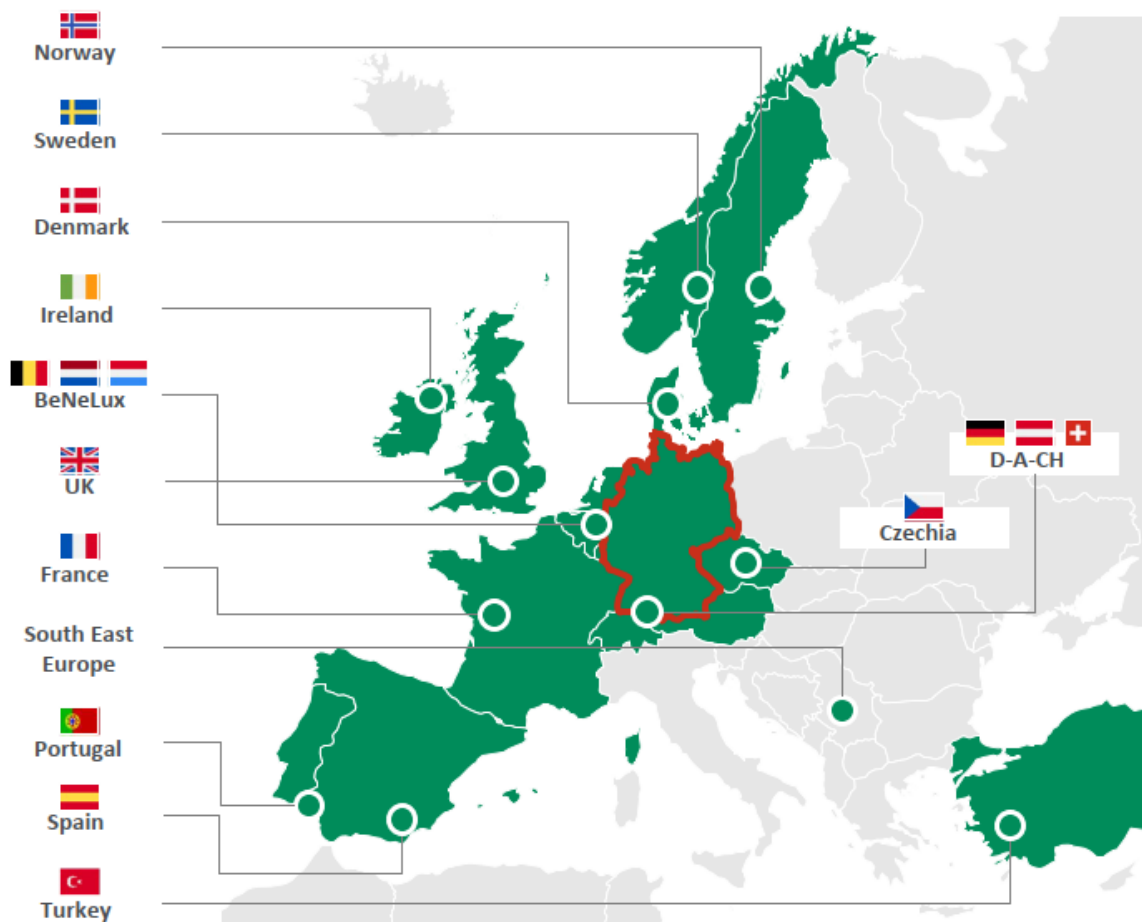
Zu dem Segment POS-Systeme gehört ebenfalls die cloudbasierte iOS-Kassensoftware der Tochtergesellschaft posmatic GmbH, die ein vollwertiges Kassensystem für die Gastronomie und Hotellerie anbietet. Posmatic bedient damit vor allem Betriebe mit „Ein-Platz-Lösungen“, die ihre Kassenabwicklung über iPads vornehmen. Die posmatic-Software erlaubt dabei alle Funktionen von der tischbezogenen Bestellverwaltung bis hin zur Bezahlung und bietet über Dashboard-Funktionen einen detaillierten Überblick über die betrieblichen Vorgänge. Mit Ausnahme rechtlich vorgeschriebener Updates ist die Weiterentwicklung von posmatic im zweiten Halbjahr 2024 eingestellt worden. Die bisher durch posmatic bedienten Segmente werden zukünftig durch mobile VPOS-basierte Lösungen (z.B. auf der Kasse M4) sowie POS-Life bedient.

Durch die Übernahme der Vectron Systems-Gruppe durch Shift4 wird das Geschäftsmodell des Segments „POS-Systeme“ vor allem in der Vermittlung von Zahlungsdienstleistungsverträgen deutlich gestärkt. In diesem Rahmen wird sich die Preispolitik von Vectron Systems deutlich verändern, da mit Abschluss der entsprechenden Payment-Verträge die Kassensysteme mit hohen Rabatten auf Basis monatlicher Mietzahlungen und die digitalen Dienste sogar unentgeltlich überlassen werden. Vectron Systems profitiert im Gegenzug von Einmal- und wiederkehrenden Provisionserlösen seitens Shift4.

² Vgl. Lagebericht 2023 der Vectron Systems, S. 29.

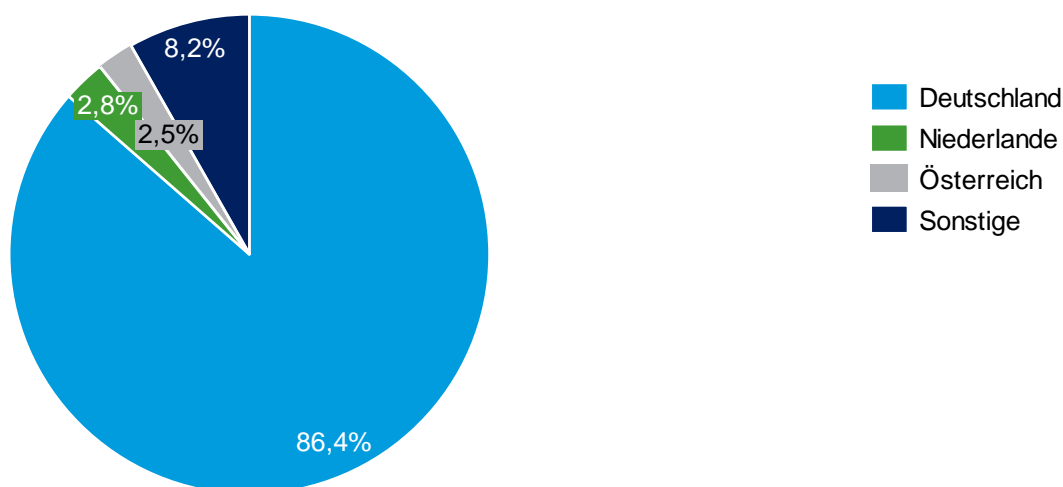
Das Segment „POS-Systeme“ erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2024 einen Umsatz von rund EUR 28,1 Mio. Davon entfielen rund EUR 14,1 Mio. auf Einmalumsätze mit Hardwareverkäufen sowie rund EUR 14,0 Mio. auf wiederkehrende Umsätze aus digitalen Diensten und Kassensmieterlösen aus Abonnement-Verträgen. Provisionserlöse von Shift4 aus der Vermittlung von Zahlungsdienstleistungsverträgen wurden 2024 noch nicht vereinnahmt, da mit der Vermarktung der gemeinsamen Produktbündel erst im Dezember 2024 begonnen wurde.

Die Vectron Systems-Gruppe ist ganz überwiegend in Deutschland tätig. Die folgende Übersicht zeigt den geografischen Auftritt der Vectron Systems-Gruppe:



Quelle: Vectron-Management.

Im Segment „POS-Systeme“ entfallen rund 86 % der Umsätze auf Deutschland. Die folgende Übersicht zeigt die Umsatzverteilung nach Ländern im Segment „POS-Systeme“ im Geschäftsjahr 2024:



Quelle: Vectron-Management.

Unter den sonstigen Ländern sind vor allem Schweiz, England, Irland, Belgien, Frankreich und Türkei enthalten. Ihre Umsatzanteile liegen zwischen 0,8% und 1,3%.

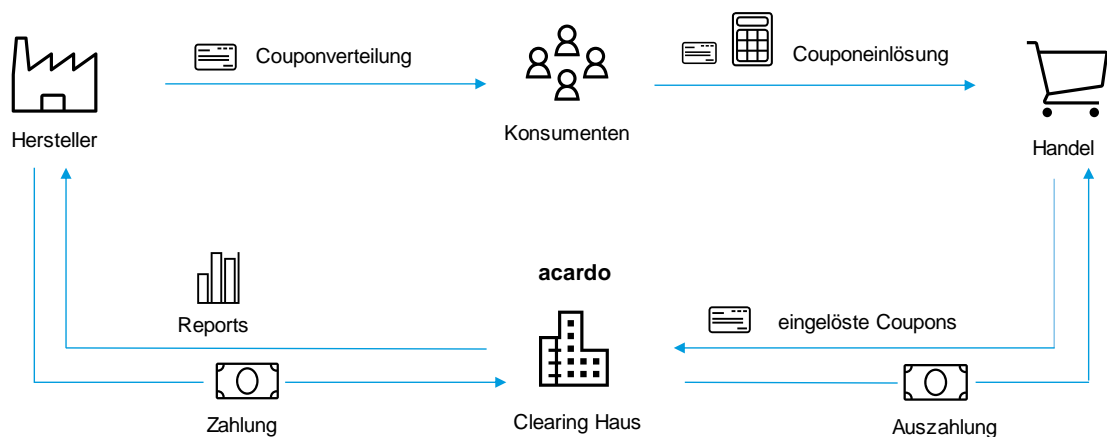
Segment „Couponing und Cashback“

Das Segment Couponing und Cashback umfasst die zum 1. Januar 2023 erworbenen Geschäftsaktivitäten der acardo group AG. Diese entwickelt Marketing-Technologie-Lösungen sowie Verkaufsförderungskonzepte (Consumer Activation), insbesondere für den Lebensmittelhandel, Drogerien, Kinos und Apotheken. Acardo übernimmt dabei die Konzeption, die technische Umsetzung bzw. Integration in Kassensysteme sowie den Clearing-Prozess, bei dem Auftraggeber (z.B. Markenhersteller) Ausgleichszahlungen an die Kassenbetreiber, i.d.R. Einzelhandels-Filialisten, leisten.

Ein wesentliches Kennzeichen und Abgrenzungsmerkmal zu Geschäftsmodellen im Segment des E-Commerce ist die nahezu ausschließliche Fokussierung von acardo auf den stationären Handel. Die Kunden von acardo sind auf der einen Seite Konsumgüterhersteller, für die acardo das Coupon-Clearing übernimmt. Auf der anderen Seite stehen (stationäre) Handelsunternehmen, über die die Produkte der Hersteller verkauft werden. Acardo hat dazu größtenteils exklusive

Kooperationen sowohl mit verschiedenen namhaften Produktherstellern als auch mit großen Handelsunternehmen. Insgesamt nutzen mehr als 700 Marken das von acardo angebotene Couponing.³ Beim Coupon Clearing betreut acardo ein Filialnetz aus mehr als 30.000 Filialen bestehend aus Drogerien, Kinos, Apotheken und Lebensmittelhändlern.

Der prozessuale Ablauf des Coupon-Clearings ist in folgender Grafik dargestellt:



Quelle: Management-Präsentation.

Die Hersteller geben ihre zunehmend digitalen Coupons an die Konsumenten aus, welche diese beim Handel einlösen können. Die eingelösten Coupons werden an das Clearing Haus (beispielsweise acardo) gemeldet. Das Clearing Haus erstattet im Gegenzug dem Handel die eingelösten Coupons und meldet diese an die Hersteller, welcher wiederum eine Zahlung an das Clearing Haus leisten. Das Clearing Haus agiert als ein unabhängiger Dritter, der die Einlösungen zählt. Durch die Erbringung der Clearingleistung, die im Zentrum der Geschäftstätigkeit von acardo steht, grenzt sich die Gesellschaft von anderen Coupon-bezogenen Geschäftsmodellen wie z.B. Groupon ab, die i.d.R. provisionsbasiert Coupons auf ihrer Website bereitstellen, ohne hierfür die Abwicklung zwischen den betroffenen Gutscheipartnern zu übernehmen.

Im Lebensmittel-Einzelhandel sind über 5.600 Märkte an acardos Check-out Couponing Netzwerk angeschlossen. So werden die Kunden von z.B. EDEKA, Müller und Kaufland, die Kooperationen mit acardo haben, gezielt an der Kasse durch auf dem Kassensbon abgedruckte Coupons angesprochen. Die Software von acardo ist hierbei direkt an die Kassensysteme angebunden und ermöglicht die automatische Erkennung, Validierung und Verrechnung (Clearing) von Coupons. Die Ausspielung der Coupons basiert auf dem tatsächlichen Kaufverhalten der Kunden,

³ Vgl. Lagebericht 2023 der Vectron Systems, S. 30.

wodurch Markenhersteller und Händler gezielte Anreize bieten können und Käufer von Konkurrenzmarken aktiviert werden können.

Weitere Couponlösungen von acardo umfassen Coupons im Geschäft an Regalplätzen, in Prospekten und über digitale Kanäle, wie Händler-Apps. Die Vermarktung der App-Coupons an die Produkthersteller wird bei der EDEKA- und budni-App sowie Müller- und HIT-App ebenfalls von acardo übernommen. Darüber hinaus betreibt acardo mit couponplatz und scondoo eigene Apps und Webseiten, über die Markenhersteller und Händler Cashback-Aktionen und Coupons bereitstellen können. acardo wickelt nach eigener Einschätzung rund die Hälfte aller Coupons in deutschen Supermärkten ab.

Neben acardo ist der Wettbewerber Savi ein weiterer großer Marktteilnehmer in Deutschland. Über das sog. „Inter-Clearing“ mit Savi hat acardo die Möglichkeit, für seine eigenen Kunden Couponaktionen bei Händlern zu schalten, die eine exklusive Kooperation mit Savi eingegangen sind. Gleichzeitig kann Savi das Händlernetzwerk von acardo nutzen. Über eine Provision werden die beiden Clearing Häuser dann am Umsatz des jeweils anderen beteiligt. Diese Kooperation der Clearing Häuser ermöglicht den Herstellern Zugriff auf ein deutlich größeres Händlernetz.

Eine weitere Lösung von acardo erlaubt es Kinobetreibern, den 2023 eingeführten Kulturpass für junge Menschen abzuwickeln. Für jedes über acardo eingelöste Kinoticket, das über den Kulturpass erworben wird, bekommt acardo eine Transaktionsgebühr.

Mit „Add to Wallet“ haben Konsumenten Zugriff auf sich aggregierende und erneuernde digitale Coupons. Häufig haben die Kampagnen der Top Brands ebenfalls eine digitale Komponente. „Add to Wallet“ schlägt die Brücke zum POS und lenkt die Endkunden wiederholt und gezielt in die Filialen der teilnehmenden Handelspartner.

Im Geschäftsjahr 2023 hat acardo sein Geschäftsmodell dahingehend geändert, dass der Clearing-Prozess für die aus Couponing-Aktionen resultierenden Ausgleichszahlungen vom Hersteller an den Handel nicht mehr über die eigenen Gesellschaftskonten läuft, sondern über externe Treuhandkonten. Diese Umstellung erfolgte insbesondere vor dem Hintergrund, die Anforderungen der BaFin für die Abwicklung im Coupongeschäft zu erfüllen. Seit 2023 wickelt acardo die Ausgleichszahlungen über ein von der BaFin zertifiziertes Zahlungsinstitut im Wege eines Treuhandverfahrens ab.

Die Gesellschaft erbringt dementsprechend Leistungen im Rahmen von Couponing- und Cashback-Aktionen, die von Auftraggebern (z.B. Markenhersteller) zusammen mit Handel, Apotheken und Kinobetreibern durchgeführt werden. Bei diesen Leistungen handelt es sich um das Vorbereiten der Kassensysteme im Handel auf diese Aktionen (Set-up-Leistungen) sowie um die Abwicklung des Clearing-Prozesses, bei dem die Auftraggeber Ausgleichszahlungen an Handel,

Apotheken oder Kinobetreiber leisten. Zusätzlich zu den Set-up-Leistungen generiert das Unternehmen Umsatzerlöse durch eine Provision für jeden eingelösten Coupon.

acardo profitiert von dem Anfang 2024 erfolgten Rückzug eines Wettbewerbers aus dem deutschen Markt. Das Management erhofft sich, wesentliche Teile der bislang von dem Wettbewerber bedienten Kundengruppe zukünftig selbst zu bedienen.

Im Segment „Couponing und Cashback“ ist die Vectron Systems-Gruppe fast ausnahmslos (>95 %) in Deutschland tätig.

Übernahme der Vectron Systems durch die Shift4-Gruppe

Seit Vollzug der Übernahme im Juni 2024 ist Vectron Systems Teil der Shift4-Gruppe. Die Arrow HoldCo hält derzeit insgesamt 5.952.952 Vectron Systems-Aktien in ihrem Depot, entsprechend rund 67,10 % des Grundkapitals und 67,10 % der Stimmrechte von Vectron Systems. Weitere 710.817 Vectron Systems-Aktien (also rund 8,01% des Grundkapitals) befinden sich in Depots der Shift4-Gruppe und sollen zeitnah auf das Depot der Arrow HoldCo umgebucht werden. Die restlichen Aktien befinden sich im Streubesitz.

Shift4 ist eine in den USA ansässige und an der New York Stock Exchange notierte Unternehmensgruppe, die auf die Abwicklung von Zahlungen spezialisiert ist. Wesentlicher Teil der Shift4-Wachstumsstrategie ist es, die POS-Systeme zu kontrollieren. Zu diesem Zweck hat Shift4 bereits mehrere POS-Systemhersteller aufgekauft. Die Kunden von Shift4 umfassen kleine, inhabergeführte lokale Unternehmen ebenso wie multinationale Konzerne, die weltweit Handel treiben. Shift4 wickelt in Kanada und den USA, Europa und Japan für über 200.000 Kunden jährlich rund 5 Mrd. Transaktionen mit einem Transaktionsvolumen von über USD 260 Mrd. p.a. ab. Damit ist Shift4 nach eigenen Angaben einer der führenden Zahlungsdienstleister weltweit.

Das wirtschaftliche und strategische Ziel der Übernahme der Gesellschaft durch die Shift4-Gruppe ist es, die Marktposition der Vectron Systems zu stärken, eine konsequente Wachstumsstrategie zu verfolgen, um Shift4 Zugang zu einer wachsenden Zahl von POS zu geben und dort die eigenen Zahlungs-Prozesse zum Einsatz zu bringen. Dadurch soll mittelbar und unmittelbar die Profitabilität der kombinierten Gruppe in Deutschland und in ausgewählten weiteren europäischen Märkten gefördert werden. Hierzu haben Shift4 und die Gesellschaft einen Kooperationsvertrag geschlossen, der die Zusammenarbeit und die Vergütung der Vectron Systems regelt. Zukünftig soll Vectron Systems einen verstärkten Fokus auf den Vertrieb von Zahlungsdienstleistungen legen, wobei die Vectron Systems-Gruppe – neben ihrem bisherigen Geschäft – als Vermittler von Zahlungsdienstleistungsverträgen im Auftrag von Shift4 tätig wird und hierfür eine Vermittlungsprovision erhält.

Durch den Verkauf von Produktbündeln aus Kassensystemen und/oder digitalen Diensten in Verbindung mit einem Zahlungsdienstleistungsvertrag wird sich die Preisgestaltung der Vectron-Produkte deutlich verändern, da der Schwerpunkt der finanziellen Ausgestaltung auf der Zahlungsdienstleistungskomponente liegt. Vectron Systems erhält für diese unter dem Produktnamen „Vectron Smart“ vertriebenen Produktbündel eine einmalige (Upfront) Provision für die Vermittlung eines Zahlungsdienstleistungsvertrags sowie (dauerhaft) eine laufende Beteiligung an den unter dem Zahlungsdienstleistungsvertrag erzielten Deckungsbeiträgen. Darüber hinaus leistet Shift4 laufende Deckungsbeitragsbeteiligungen und Incentivierungszahlungen auch an Fachhändler, von denen Vectron Systems absatzseitig profitiert, ohne dass dies allerdings die Ertragslage der Vectron Systems direkt berührt. Insoweit umfasst das neue Geschäftsmodell für Vectron Systems erhebliche Kostensynergien, da die bisher anfallende Fachhändlervergütung unter der neuen Produktstrukturierung ganz überwiegend von Shift4 übernommen wird.

Darüber hinaus wird die Gesellschaft in Zukunft voraussichtlich Lagerlogistik für Shift4 erbringen, indem europäische Shift4-Kunden vom Standort in Münster aus beliefert werden. Umsatz und Wareneinkauf erfolgt dabei vollständig durch Shift4. Vectron Systems stellt lediglich die Lagerkapazitäten und erbringt die zugehörige Logistik. Hierfür wird die Gesellschaft voraussichtlich eine Erstattung in finanziell untergeordneter Größenordnung erhalten. Weitere wesentliche Synergien, die ohne den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag realisiert werden können, bestehen nicht.

b) Marktumfeld

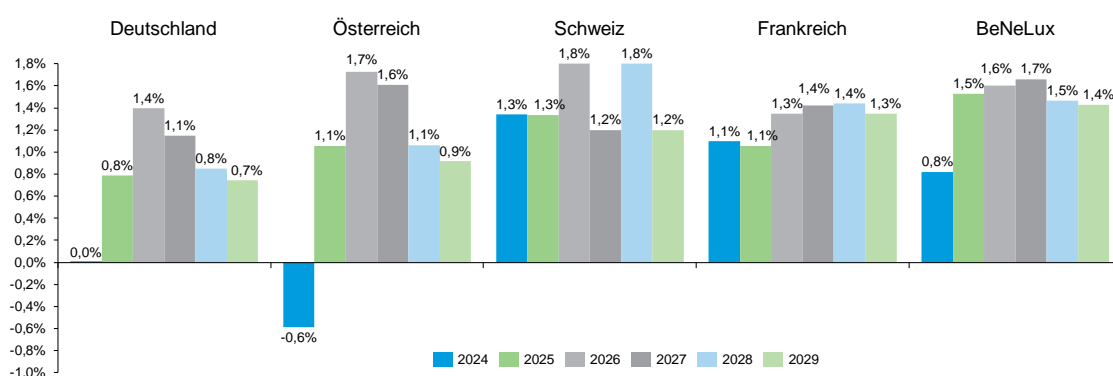
aa) Makroökonomisches Umfeld

Die Vectron Systems agiert als Anbieter von Kassensystemen und Kassensoftware im europäischen Markt, vornehmlich in Deutschland, Österreich und der Schweiz sowie in den BeNeLux-Staaten. Zielbranchen sind in erster Linie Gastronomie, Bäckereien und Metzgereibetriebe. Darüber hinaus ist die Vectron Systems über ihre Tochtergesellschaft acardo im Couponing und Cashback-Markt tätig. Hauptzielgruppen sind hier der Lebensmittelhandel sowie Kinos und Apotheken. Entsprechend ihren Kundenbranchen ist die Vectron Systems in hohem Maße von der Entwicklung einzelner Branchen abhängig, die wiederum stark von dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld, insbesondere der allgemeinen Konsum- und Investitionsneigung, beeinflusst werden.⁴ Wir gehen daher nachfolgend zunächst auf das makroökonomische Umfeld ein und betrachten im Anschluss die einzelnen Zielbranchen genauer.

⁴ Vgl. Lagebericht 2023 der Vectron Systems, S. 29.

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

In der folgenden Übersicht werden die aktuellen Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF)⁵ für das **Wirtschaftswachstum** (dargestellt als das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP)) für die wichtigsten Länder der Vectron Systems-Gruppe abgebildet.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse; Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024.

Der Internationale Währungsfonds prognostiziert für Deutschland, den Kernmarkt der Vectron Systems-Gruppe, bis 2029 lediglich reale Wachstumsraten für das Bruttoinlandsprodukt um 1 % p.a. In den anderen für Vectron Systems relevanten Märkten liegen die erwarteten Wachstumsraten nur geringfügig höher.

Zwar geht der IWF davon aus, dass der Tiefpunkt der konjunkturellen Entwicklung im Euroraum bereits im Jahr 2023 erreicht wurde.⁶ Für den gesamten Euroraum erwartet der IWF für 2024 ein Wirtschaftswachstum von real 0,8 %, im Jahr 2025 von 1,2 %.⁷ Dank höherer Realeinkommen sowie einer schrittweisen Lockerung der Geldpolitik sollen der Konsum der privaten Haushalte sowie die Investitionen wachsen.⁸ Dennoch wird auch mittelfristig nur ein Umfeld geringen Wachstums erwartet, was insbesondere auf strukturelle Probleme, u.a. eine alternde Gesellschaft, zurückzuführen ist.⁹

Innerhalb der Eurozone schneidet Deutschland vergleichsweise schwach ab. Der Internationale Währungsfonds erwartet nach einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2023 eine Stagnation im Jahr 2024 und ein nur sehr geringes Wachstum von real 0,8 % für das Jahr 2025.¹⁰ Laut Herbstprognose der Bundesregierung wurde im Jahr 2024 ein realer Rückgang des

⁵ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Database Oktober 2024.

⁶ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 10.

⁷ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 115.

⁸ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 9 f.

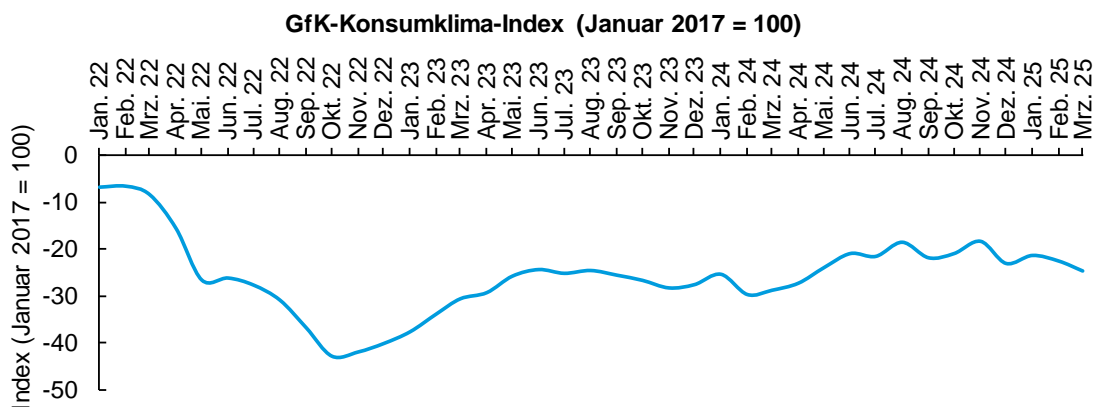
⁹ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 14.

¹⁰ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024, S. 10 f.

Bruttoinlandsprodukts um 0,2 % erwartet, der sich so auch materialisiert hat.¹¹ Grund für die derzeitige Schwächephase seien strukturelle Faktoren und konjunkturelle Effekte wie die anhaltend schwache Nachfrage aus dem In- und Ausland. Positiv seien dagegen die sinkende Inflation sowie deutlich gestiegene Realeinkommen zu sehen. Für das Jahr 2025 wird von der Bundesregierung ein reales Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 1,1 % prognostiziert, für 2026 in Höhe von 1,6 %.¹²

Mit Blick auf die Zielbranchen der Vectron Systems-Gruppe stellt neben der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung auch die Konsumneigung der Verbraucher einen wichtigen Einflussfaktor dar. Diese hat einen Einfluss auf die Restaurant- und Bäckereibesuche der Konsumenten und beeinflusst insofern die Investitionsbereitschaft der Kassenbetreiber.¹³ Bei geringer Konsumneigung sind die Kassenbetreiber weniger bereit, in neue und effizientere Kassensysteme und digitale Services zu investieren. Zudem ist die „Fiskalisierungs-Welle“ seit Dezember 2022 abgeschlossen, die seit 2019 als Folge geänderter fiskalischer Vorgaben an die technischen Anforderungen von Kassen (KassenSichV) für zahlreiche vorgezogene POS-System-Investitionen gesorgt hatte. Mit Abschluss der Fiskalisierung zeigte sich nach den uns erteilten Auskünften in mehreren Ländern (z.B. Österreich), dass für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren der Kassenabsatz um bis zu 50 % unter dem Niveau der Vor-Fiskalisierungsperiode lag.

Folgende Grafik zeigt die Entwicklung des GfK-Konsumklima-Index im Zeitraum Januar 2022 bis Februar 2025:



Quelle: Statista, GfK-Konsumklima Index, Februar 2025 (März 2025 Prognose).

Der GfK-Konsumklima-Index spiegelt die Konsumneigung der Privathaushalte in Deutschland wider. Hierbei werden verschiedene Haushalte zu deren Konsumabsichten befragt, um eine

¹¹ Vgl. Pressemitteilung des Statistischen Bundesamts vom 15. Januar 2025.

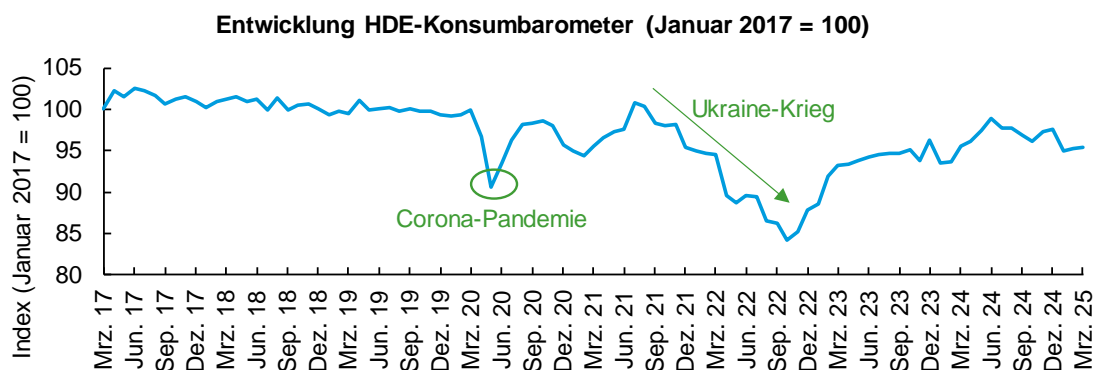
¹² Vgl. Bundesregierung, Herbstprognose 2024.

¹³ Vgl. Lagebericht 2023 der Vectron Systems, S. 30.

Einschätzung der Konsumneigung zu erhalten. Ein negativer Indexwert steht hierbei für eine schlechte Verbraucherstimmung.

Insbesondere infolge des Kriegs in der Ukraine und der damit verbundenen Konsumzurückhaltung stürzte der Konjunkturindikator im Laufe des Jahres 2022 ab, konnte sich aber in den ersten Monaten des Jahres 2023 ein wenig erholen und stagnierte bis Anfang 2024. Im August 2024 lag der Indexwert bei -18,6 Punkten. Zum Jahresstart 2025 hat sich die Konsumentenstimmung in Deutschland weiter verschlechtert. Für Februar 2025 wurde ein Wert von -22,4 Punkten erwartet und somit eine weitere Verschlechterung. Sowohl die Anschaffungsneigung und die Einkommenserwartungen als auch die Konjunkturerwartungen haben sich laut GfK verschlechtert.

Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung des HDE-Konsumbarometers zwischen 2016 und 2025. Das HDE-Konsumbarometer ist zukunftsorientiert und bildet die Konsumstimmung ab, die sich in den Konsumausgaben der folgenden drei Monate zeigt. Das HDE-Konsumbarometer basiert dabei auf zukunftsgerichteten Fragen zu Anschaffungsneigung, Sparneigung und der finanziellen Situation.



Quelle: Handelsblatt Research Institute, HDE Konsumbarometer, März 2025.

Während die Konsumstimmung bis zum Beginn der Corona-Pandemie viele Jahre einen Indexwert von etwa 100 oder knapp darüber aufwies, zeigte sich im Frühjahr 2020 ein rascher und deutlicher Einbruch, dem aber eine nahezu ebenso schnelle Erholung folgte. Im Verlauf des Jahres 2022 ist als Folge des Ukraine-Kriegs und stark gestiegener Inflationsraten eine kontinuierliche Verschlechterung der Konsumstimmung zu beobachten. Erst gegen Ende 2022 ergab sich nach dem HDE-Konsumbarometer wieder eine Besserung der Konsumstimmung, auch wenn die Werte weiterhin unter 100 verharrten. Bis zum Spätsommer 2023 hielt die grundsätzlich positive Entwicklung bezüglich der Konsumerwartungen an, wobei auch im Mai 2024 der Index mit 97,51

Punkten zwar wieder ein Niveau wie zuletzt im November 2021¹⁴ erreicht hatte, er aber weiterhin unter 100 lag. Im Dezember lag der Index bei rund 97,54 Punkten, was einen minimalen Anstieg im Vergleich zum Vormonat bedeutet. Es zeigt sich, dass sich die Verbraucherstimmung in Deutschland im Laufe des Jahres 2024 kaum verbessert hat. Eine gesamtwirtschaftliche Erholung sowie eine Erholung beim privaten Konsum blieben demnach auch im Jahr 2024 aus.¹⁵

Auch Anfang 2025 herrschte erneut Enttäuschung darüber, dass es im Vorjahr zu keiner gesamtwirtschaftlichen Erholung gekommen ist. Gleichzeitig bestand die Hoffnung, dass das neue Jahr einen Wendepunkt darstellt und Wirtschaftswachstum bringt. Im Januar erlitt die Verbraucherstimmung allerdings einen deutlichen Rückschlag. Im Januar lag der Index mit 94,99 Punkten auf dem niedrigsten Wert seit Februar 2024.

Entwicklungen in der Gastronomiebranche

Neben den allgemeinen makroökonomischen Entwicklungen sind die für die Vectron Systems-Gruppe relevanten Industriezweige auch durch branchenspezifische Einflussfaktoren gekennzeichnet. Hierbei ist insbesondere die Gastronomiebranche zu nennen.

Das Gastgewerbe stellt in Deutschland einen bedeutenden Wirtschaftszweig dar. Insgesamt erzielten die Gastronomen in Deutschland im Jahr 2022 einen Umsatz von mehr als EUR 67 Mrd.¹⁶ Im gesamten Gastgewerbe waren 2023 rund 1,1 Mio. sozialversicherungspflichtig Beschäftigte angestellt und nahezu ebenso viele geringfügig Beschäftigte.¹⁷ Das Gastgewerbe lässt sich grob in die Teilbereiche Hotellerie/Beherbergung und Gaststättengewerbe untergliedern. Für Vectron Systems ist vor allem das Gaststättengewerbe (im Folgenden auch als „Gastronomie“ bezeichnet) relevant.

Die Gastronomiebranche wurde in den Jahren 2020 bis 2022 sehr stark durch coronabedingte Restriktionen beeinträchtigt, die bis heute merkliche Spuren hinterlassen. Zwar konnte der Umsatz der Gastronomie im Jahr 2023 sowohl nominell (+8,5 %) als auch real (+1,1 %) gegenüber 2022 wachsen. Im Vergleich zur Vor-Corona-Zeit (Vergleichsjahr 2019) war der reale Gastgewerbeumsatz allerdings immer noch um 11,3 % geringer, während der nominelle Umsatz mit +8,8 % bereits wieder über dem Vor-Corona-Niveau lag. In der Gastronomie (Schankwirtschaften, Diskotheken und Bars) lag der reale Umsatz sogar um 12,9 % unter dem Niveau von 2019, die Gruppe der Restaurants, Gaststätten und Imbissbuden lag 2023 real noch rund 10,3 % unter dem Vor-Pandemie-Niveau.¹⁸ Gleichzeitig ist die Gastronomiebranche in den letzten Jahren durch

¹⁴ Vgl. Handelsblatt Research Institute, HDE-Konsumbarometer, Mai 2024, S. 7 f.

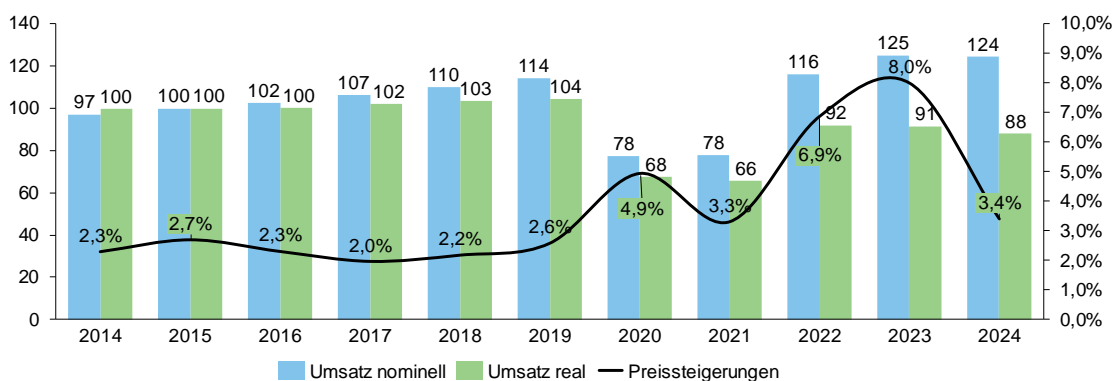
¹⁵ Vgl. Handelsblatt Research Institute, HDE-Konsumbarometer, Dezember 2024, S. 6 f.

¹⁶ Vgl. Statista, Daten und Fakten zur Gastronomie in Deutschland, abgerufen am 4. November 2024.

¹⁷ Vgl. DEHOGA, Zahlenspiegel II/2024, S. 5.

¹⁸ Vgl. Vectron Systems-Geschäftsbericht 2023, S. 30.

hohe Preissteigerungen geprägt, so dass der Umsatz nominell (d.h. in jeweiligen Preisen) bereits 2022 das Vor-Corona-Niveau übertroffen hat. Basierend auf den Zahlen des Statistischen Bundesamts ergibt sich folgende langfristige Entwicklung:



Quelle: Statistisches Bundesamt, RSM Ebner Stolz-Analyse.

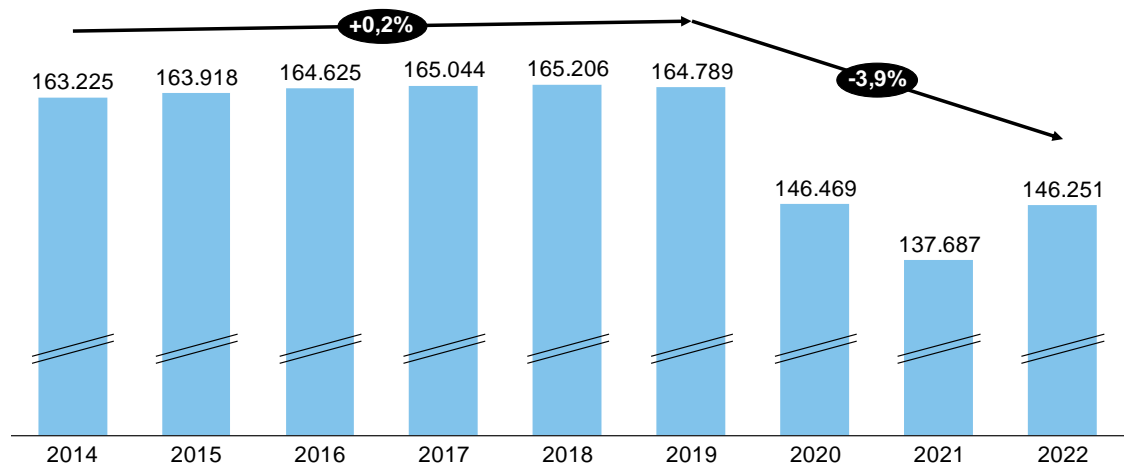
Die hellblauen Säulen zeigen die nominelle (d.h. in jeweiligen Preisen ausgedrückte) Umsatzentwicklung der Gastronomie, indexiert auf 100 im Jahr 2015. Gut erkennbar wird der deutliche Einbruch im Jahr 2020 mit der anschließenden Erholung ab 2022. Im Jahr 2023 lag der nominelle Umsatz mit einem Indexstand von 124,9 bereits um rund 9,4 % über dem Niveau des Jahres 2019, wobei 2024 selbst unter Berücksichtigung von Preissteigerungen die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr leicht rückläufig waren. Die realen (d.h. in konstanten Preisen ausgedrückten) Umsätze der Gastronomiebranche (hellgrüne Säulen) lagen mit einem Indexwert von 87,9 dagegen noch um rund 15,8 % unter dem Vor-Corona-Niveau. Der reale Umsatz ist zudem seit 2022 wieder um rund 4,1 % zurückgegangen. Gleichzeitig wird erkennbar, dass die Preisentwicklung, die in den Jahren 2014 bis 2019 relativ konstant bei rund 2,0 % und 2,7 % p.a. lag, seit 2020 und insbesondere in den Jahren 2022 (6,9 %) und 2023 (8,0 %) deutlich schneller vorangeschritten ist. Dies spiegelt die Herausforderungen der Gastronomiebranche gesteigerter Energie- und Lebensmittelkosten, Mitarbeiterknappheit und einer geringeren realen Nachfrage wider.

Auch das Jahr 2024 gestaltete sich schwierig. Ein Grund hierfür dürfte das Auslaufen der temporären Umsatzsteuersenkung auf 7 % statt 19 % sein. Gemäß dem Branchenverband DEHOGA blieb die Umsatzlage im Gastgewerbe im gesamten ersten Halbjahr weiter angespannt und lag real (preisbereinigt) um 12,1 % unter dem Vergleichszeitraum des letzten Vor-Corona-Jahres 2019. Insbesondere Gaststätten sind negativ betroffen, die von Januar bis Juni 2024 real sogar 14,2 % weniger Umsatz erzielten als in den ersten sechs Monaten des Jahres 2019.¹⁹ Nach Angaben des Statistischen Bundesamts lag der reale Umsatz in der Gastronomie des Monats

¹⁹ Vgl. DEHOGA, Rundbrief vom 11. Oktober 2024.

August 2024 um rund 16,7 % unter dem Vor-Corona-Zeitraum des Jahres 2019 und um rund 3,2 % unter dem Vorjahreswert aus 2023. Aufgrund von Preissteigerungen lag der nominelle Umsatz in den ersten acht Monaten des Jahres 2024 gleichwohl um rund 1,0 % über dem Umsatz des Vorjahreszeitraums.

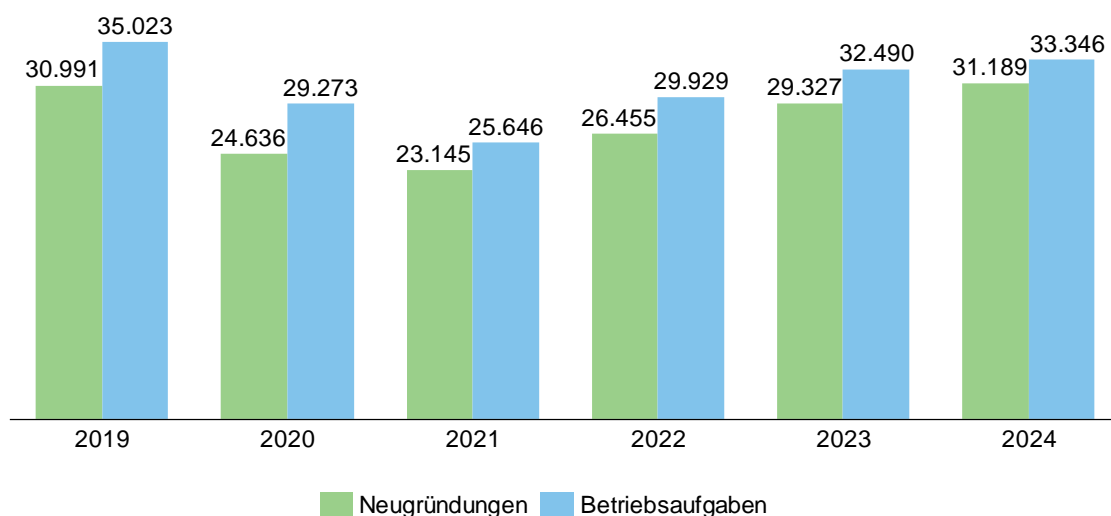
Neben dem Umsatz ist für Vectron Systems vor allem die Anzahl der Gastronomiebetriebe von Bedeutung, da diese über die Anzahl der potenziellen Abnehmer von Kassensystemen entscheidet. Die Zahl der Gastronomiebetriebe in Deutschland ist im Zuge der Corona-Pandemie 2020 deutlich gesunken und liegt seither weiterhin deutlich unter dem damaligen Niveau. Die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung seit 2014:²⁰



Quelle: DEHOGA, Statistisches Bundesamt.

²⁰ DEHOGA-Zahlenspiegel, 4. Quartal 2024, S. 10.

Die Anzahl der Gastronomiebetriebe lag 2022 um rund 11 % unter der des Jahres 2019. Seit Jahren ist die Anzahl der Betriebsaufgaben höher als die der Betriebsneugründungen:²¹



Quelle: DEHOGA, Statistisches Bundesamt.

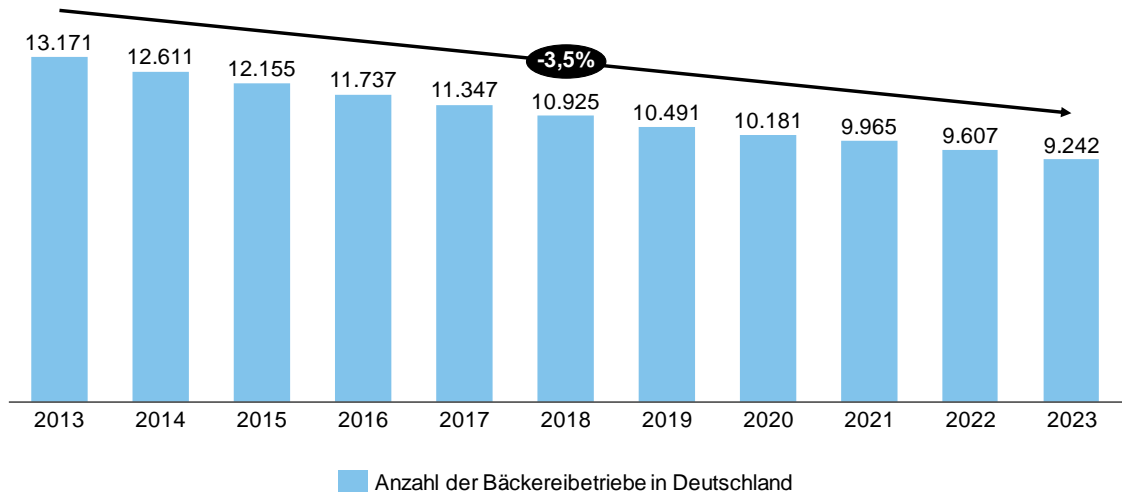
Die reduzierte Anzahl an Gastronomiebetrieben bringt für Vectron Systems eine geringere Zahl potenzieller Kunden und damit eine geringere Zahl an Kassenplätzen mit sich. Das Wachstumspotenzial in Deutschland ist nach Einschätzung des Vorstands somit für einige Jahre als deutlich begrenzt einzustufen.

Entwicklungen in der Bäckereibranche

Neben der Gastronomiebranche spielen vor allem Bäckereien eine wichtige Rolle als Kunden der von Vectron Systems vertriebenen Kassensysteme. Mit einem Gesamtumsatz von rund EUR 17,55 Mrd. im Jahr 2023 und 235.200 Mitarbeitern zählt das Bäckerhandwerk ebenfalls zu einem wichtigen Wirtschaftsfaktor in Deutschland. Ende 2023 gab es bundesweit 9.242 Betriebe mit rund 35.000 Filialen und ca. 45.000 Verkaufsstellen.²² Gleichwohl ist festzustellen, dass die Anzahl der Bäckereibetriebe in Deutschland seit Jahrzehnten rückläufig ist. Allein seit 2013 ist ein Rückgang um fast 30 % (CAGR 2016 bis 2023: -3,5 % p.a.) zu beobachten:

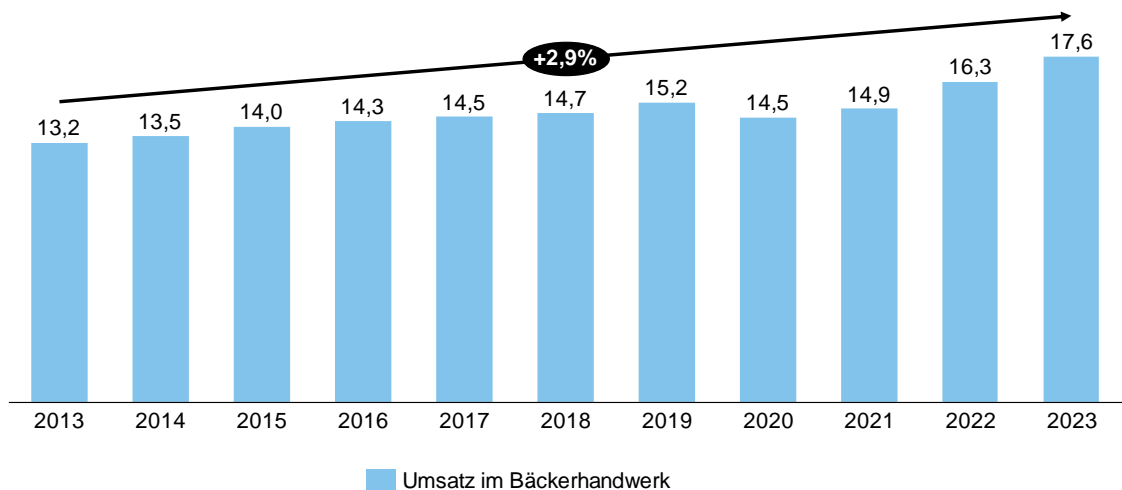
²¹ DEHOGA-Zahlenspiegel, 4. Quartal 2024, S. 9.

²² Vgl. Zentralverband des Deutschen Bäckerhandwerks e.V., Zahlen Daten Fakten, abgerufen am 5. November 2024.



Quelle: Zentralverband des Deutschen Bäckerhandwerks e.V., Zahlen Daten Fakten.

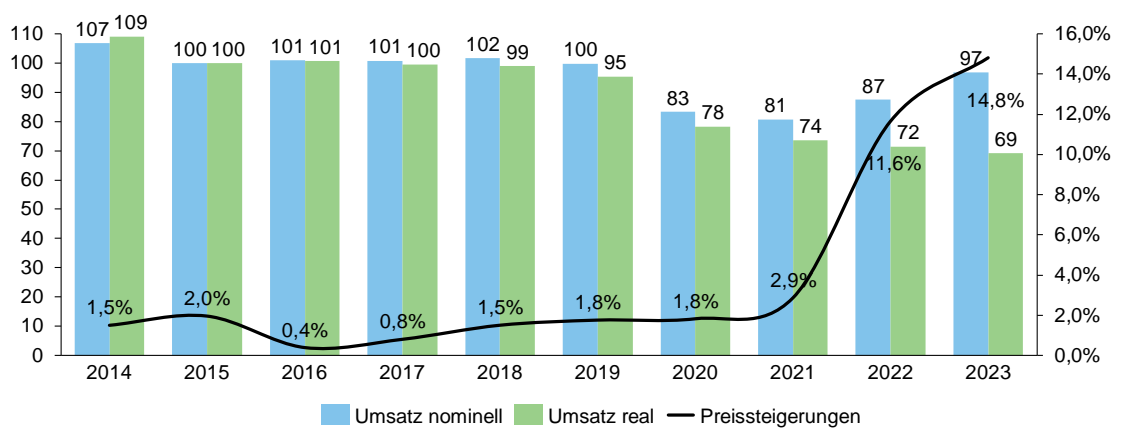
Dagegen ist der nominelle Umsatz (d.h. in jeweiligen Preisen ausgedrückt) im gleichen Zeitraum (abgesehen von einem pandemiebedingten Rückgang um rund 5,0 % im Jahr 2020) kontinuierlich gestiegen:



Quelle: Zentralverband des Deutschen Bäckerhandwerks e.V., Zahlen Daten Fakten.

Ähnlich wie die Gastronomiebranche leidet allerdings auch das Bäckerhandwerk - neben Fachkräftemangel und Nachfolgeproblemen - unter gestiegenen Faktorkosten, was sich in deutlichen Preiserhöhungen niederschlägt. Dies zeigt sich deutlich in dem Auseinanderfallen der nominellen und realen Entwicklung des Statistischen Bundesamts für den Einzelhandelszweig „Back- und

Süßwaren“. Auch wenn die Umsatzentwicklung (hier normiert auf einen Indexwert von 100 im Jahr 2015) ein etwas anderes Gesamtbild und insbesondere einen deutlich stärkeren Einbruch im Corona-Jahr 2020) zeigt als die Daten des Zentralverbands des Deutschen Bäckerhandwerks e.V., so lässt sich doch deutlich der massive Preisanstieg in den Jahren 2022 (+11,6 %) und 2023 (+14,8 %) erkennen:

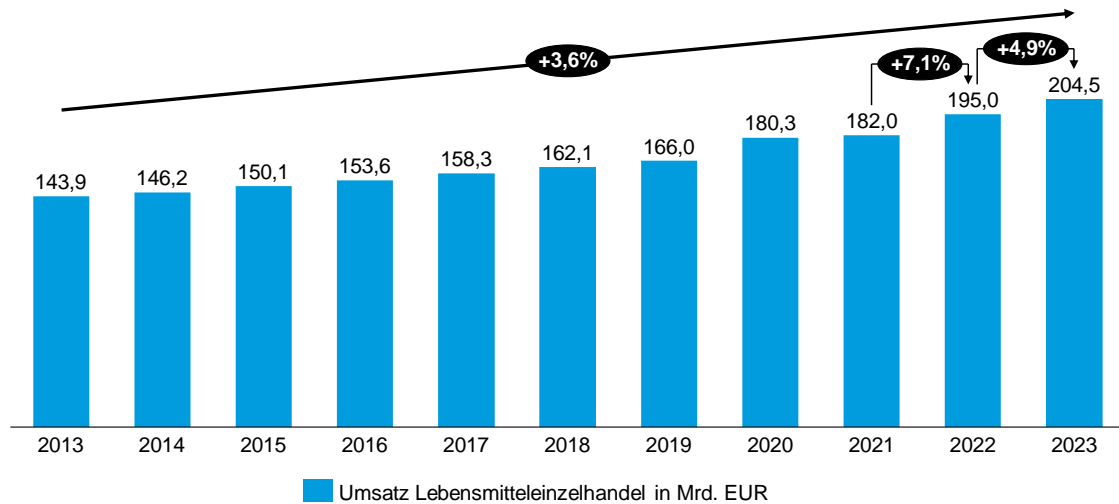


Hierauf weist auch das Statistische Bundesamt hin, gemäß dem die Preise für Brot und Brötchen im Zeitraum 2019 bis 2023 um rund 34,4 % gestiegen sind.²³ Dagegen ist der reale Umsatz in der Bäckereibranche seit 2016 kontinuierlich rückläufig. Dies zeigt, dass es den Bäckereien trotz inflationsbedingter Preissteigerungen nicht gelingt, ihre eigenen Kostensteigerungen in voller Höhe an die Kunden weiterzugeben.

Entwicklungen im Lebensmitteleinzelhandel

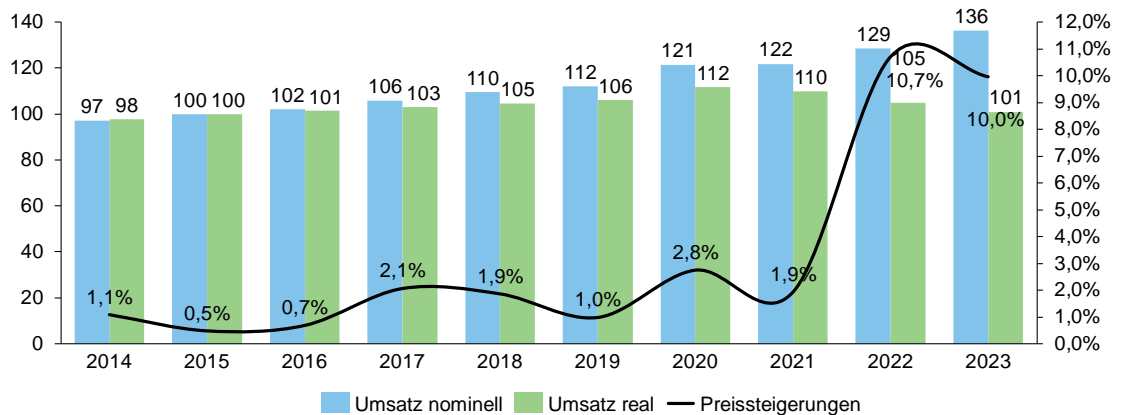
Vor dem Hintergrund der Fokussierung der acardo auf Couponing- und Cashback-Lösungen im Lebensmitteleinzelhandel skizzieren wir im Folgenden kurz die Entwicklungen dieses Marktsegments. Der Lebensmittelmarkt in Deutschland hatte im Jahr 2023 ein Umsatzvolumen von rund EUR 204,5 Mrd. und ist seit 2013 mit einer CAGR von 3,6 % p.a. gestiegen. In den Jahren 2022 und 2023 verzeichnete der Markt ein vergleichsweise hohes Wachstum von 7,1 % beziehungsweise 4,9 %.

²³ Vgl. Statistisches Bundesamt, Zahl der Woche Nr. 18 vom 30. April 2024.

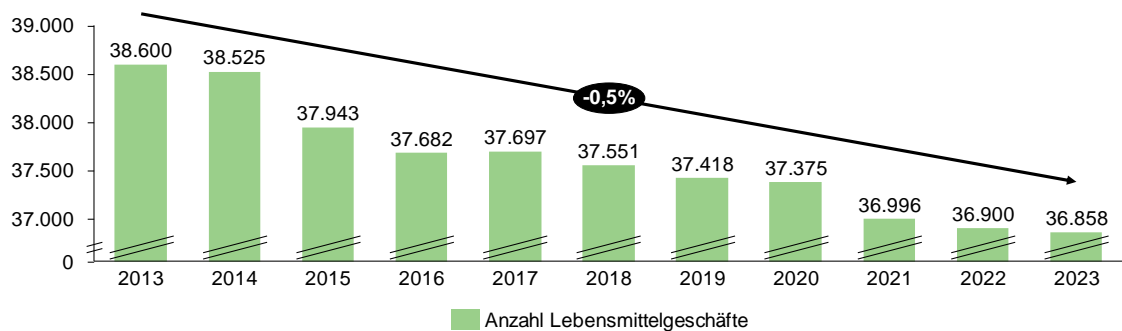


Quelle: EHI Retail Institute e.V. Köln

Betrachtet man die nominale und reale Entwicklung des Statistischen Bundesamts für den Einzelhandelszweig „Einzelhandel mit Lebensmitteln“, so zeigt sich auch hier ein deutliches Auseinanderfallen der Werte. Im Jahr 2023 ging der reale Umsatz im Lebensmitteleinzelhandel gegenüber dem Vorjahr zurück. Seit dem coronabedingten Rekordwachstum im Jahr 2020 sanken die realen Umsätze in den folgenden drei Jahren kontinuierlich und waren damit im Jahr 2023 in realen Umsätzen etwa auf dem Niveau von 2016. Im Gegensatz hierzu stieg der nominale Umsatz 2023 gegenüber 2022 und damit im zweiten Jahr in Folge erheblich. Die Ursache für den realen Rückgang bei gleichzeitig nominalem Umsatzanstieg sind die in den Jahren 2022 (+ 10,7 %) und in 2023 (+10,0 %) stark steigenden Nahrungsmittelpreise.



Ende 2023 gab es bundesweit 36.858 Lebensmittelgeschäfte, wobei Discounter mit 16.008 Filialen und Supermärkte mit 12.215 Filialen den größten Anteil ausmachten. Die Zahl der Lebensmittelgeschäfte ist seit Jahren rückläufig, jedoch hat sie sich seit 2021 relativ stabil bei rund 36.900 Filialen gehalten.

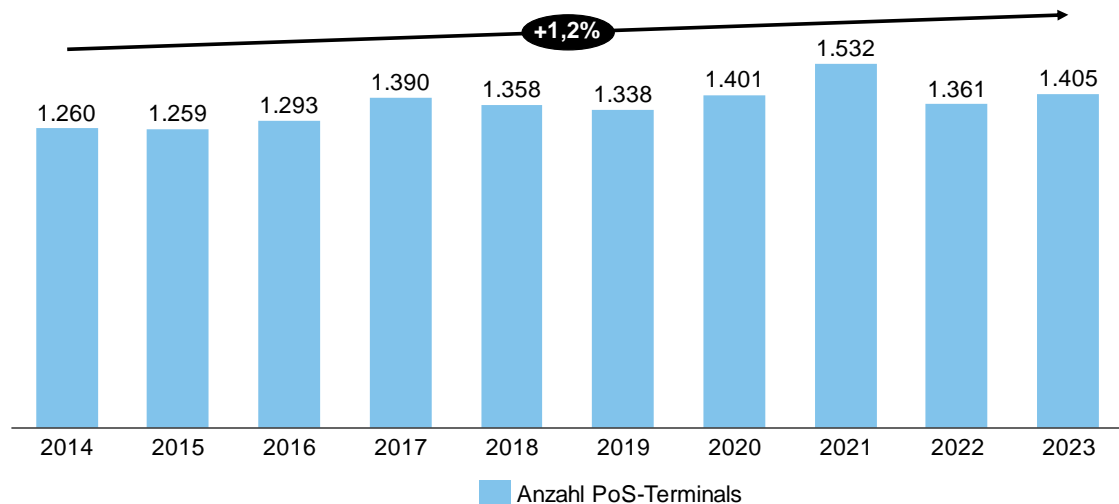


Quelle: EHI Retail Institute e.V. Köln

ab) Point of Sales / Kassensysteme

Die Vectron Systems-Gruppe ist hinsichtlich ihres Kerngeschäfts dem Markt für Kassensysteme („Point of Sales“ / „POS“-Markt) einschließlich zugehöriger digitaler Dienste zuzuordnen. In geografischer Hinsicht umfasst die Geschäftstätigkeit der Vectron Systems-Gruppe vor allem Deutschland. Andere europäische Länder wie die Niederlande, Österreich, England und Irland, Belgien, Frankreich oder die Türkei machen jeweils Umsatzanteile von weniger als einem Prozent bis maximal knapp 3 % aus.

In Deutschland gab es im Jahr 2023 nach Schätzungen von Statista rund 1,4 Mio. POS-Terminals. Dabei hat sich deren Anzahl in den vergangenen zehn Jahren nur leicht um durchschnittlich rund 1,2 % p.a. erhöht:



Quelle: Statista; für 2014 bis 2021 deckungsgleich mit Daten der EZB.

Nach einer Einschätzung von ReportLinker Research wird für den Zeitraum 2024 bis 2028 ein jährliches Wachstum (CAGR) von rund 1,9 % p.a. erwartet, wobei die dort genannten Zahlen in absoluter Höhe etwas geringer ausfallen als die Statista-Werte.²⁴ Hierbei handelt es sich allerdings um sämtliche Kassenterminals, inklusive mobiler Systeme, die stationäre Systeme teilweise ersetzen, sowie jener des Handels. Zwar ist die Kassensoftware von Vectron Systems prinzipiell unabhängig von der verwendeten Hardware und der Branche. Faktisch liegt der Schwerpunkt der Vectron-Kassen allerdings in den Bereichen Gastronomie und Bäckereien. Eine Ausweitung auf andere Branchen ist nicht geplant.

Vectron Systems hat gegenwärtig nach eigener Einschätzung rund 65.000 Kassensysteme in der D-A-CH-Region im Einsatz, davon etwa 45.000 in Deutschland. Dies entspricht nach Einschätzung des Managements einem Marktanteil von etwa 20-25 %.²⁵ Vectron Systems hält sich damit für den größten Anbieter von Kassensystemen im deutschsprachigen Raum. Mit Nexi/Orderbird, Gastrofix/Lightspeed sowie Eijsink/Metro gibt es drei weitere nennenswerte Anbieter, die nach Einschätzung des Vectron Systems-Managements aber bereits nur Marktanteile von jeweils bis zu 5 % aufweisen. Darüber hinaus bestehen in der D-A-CH-Region etwa 200 weitere kleinere Anbieter, die z.T. nur regional tätig sind. Insoweit weist der POS-Markt bisher einen nur geringen Konzentrationsgrad auf.²⁶

²⁴ Vgl. ReportLinker, Forecast: Number of POS Terminals in Germany; abgerufen am 7. November 2024.

²⁵ Nach Einschätzung des Managements gibt es keine offiziellen Zahlen zu Umsatzerlösen der Wettbewerber. Alle Angaben beruhen auf Schätzungen des Managements.

²⁶ Daneben tritt Oracle unter der Marke „micros“ vor allem im Bereich großer Hotel- und Restaurant-Ketten als Anbieter von Kassensystemen auf. Vectron Systems fokussiert sich hingegen vor allem auf Kunden des mittelgroßen Segments.

Die Angebote an Kassensystemen für den Gastronomie- und Bäckereimarkt unterscheiden sich hinsichtlich Preis und Leistungsumfang. Die Gesellschaft sieht die unter der Marke „VECTRON“ vertriebenen POS-Systeme als High-End-Produkte im oberen Preissegment an. Zielgruppe sind nach den uns erteilten Auskünften vor allem professionell betriebene Ketten und Kunden mit mehreren Standorten, die potenziell komplexe Prozessunterstützung zusammen mit effizienten Anpassungsmöglichkeiten der Kassensysteme und angrenzende Dienstleistungen benötigen. In diesem Segment sind Gastrofix und Eijsink²⁷ die wesentlichen Wettbewerber der Vectron Systems im Gastro-Bereich.

Daneben existieren kleine Betriebe im Gastgewerbe und Einzelhandel mit begrenzter Professionalisierung und technischem Fachwissen, die häufig einzelne POS-Terminals aufweisen und sehr kostensensibel sind. Diese Kundengruppe benötigt hoch standardisierte, kostengünstige und benutzerfreundliche Produkte. In diesem Marktsegment spielen vor allem POS-Anbieter wie hello-TESS!, LAVU, Orderbird oder sumup eine Rolle. Vectron Systems trägt den unterschiedlichen Kundenbedürfnissen durch die Zweitmarken „DURATEC“ und „Posmatic“ Rechnung.

Historisch erzielten die Anbieter ihre Umsätze vor allem durch den Verkauf der Kassensysteme gegen Einmalbeträge. Die Kombination aus langjährig konstant gebliebenen Verkaufspreisen (und somit sinkenden realen Kassenpreisen), einer steigenden Komplexität und einer rückläufigen Zahl an gastronomischen Betrieben hat allerdings zu einem erheblichen Ergebnisdruck geführt. Mit dem Angebot digitaler Dienste („Software as a Service“) konnte die Abhängigkeit von Einmalumsätzen reduziert werden. Allerdings geht nach den uns erteilten Auskünften der Markttrend in den letzten Jahren dahin, dass die großen US-amerikanischen Payment-Dienstleister Kassensystemhersteller aufkaufen und in ihr Angebot eingliedern – analog zu dem Erwerb der Vectron Systems durch Shift4. Dieser Logik folgten nach den uns erteilten Auskünften in Deutschland zuvor bereits auch die Übernahmen des Kassensystemherstellers Gastrofix durch Lightspeed im Jahr 2020 sowie von Orderbird durch Nexi im Jahr 2022.

Nach Einschätzung des Vectron-Managements wird Hardware von einer steigenden Anzahl relevanter Wettbewerber in zunehmendem Umfang subventioniert, um den Absatz langlaufender Software-as-a-Service-Verträge mit daraus resultierenden, wiederkehrenden Erträgen oder den Absatz ihrer sonstigen Kernleistungen zu fördern. Mit dieser Strategie verbunden ist eine grundlegende Änderung des Geschäftsmodells, wie sie in den USA schon vor längerem vollzogen wurde, und sie sich in Europa durch die vorgenommenen Akquisitionen ebenfalls abzeichnet. Hierbei liegt der Fokus der Kundenbeziehung auf der Monetarisierung der Zahlungsdienste, wohingegen die Kassensysteme und/oder die digitalen Dienste unentgeltlich oder stark rabattiert als Zugabe mitgeliefert werden. Im Ergebnis ähnlich, wenn auch aus anderen Gründen, funktioniert die Preisgestaltung von Eijsink. Hintergrund hier ist nach Auskunft des Vorstands der Vectron Systems das Interesse des Eigentümers Metro an den Kassendaten und insbesondere an

²⁷ Eijsink tritt im POS-Markt unter der Marke „DISH“ auf.

zusätzlichen Food- und Non-Food-Warenbestellungen der Restaurants, so dass die Kassensysteme in diesem Kalkül in den Hintergrund treten und regelmäßig stark subventioniert oder kostenlos bereitgestellt werden.

Nach Einschätzung des Vectron Systems-Managements wird eine Stellung als unabhängiger Kassensystemanbieter in diesem geänderten Wettbewerbsumfeld in Zukunft kaum mehr profitabel möglich sein, da ohne die Möglichkeit, gleichzeitig von langfristigen Zahlungsverträgen zu profitieren, eine konkurrenzfähige Preisgestaltung gegen die subventionierten Angebote der Wettbewerber nicht möglich sein wird. Die wiederkehrenden Einnahmen können erst nach Jahren erfolgreicher, weiterer Marktdurchdringung die anfänglich im Vergleich überproportional hohen, notwendigen Investitionen in Kassenhardware decken. Auch vor dem Hintergrund der Ergebnis-Historie der Gesellschaft hält der Vorstand das bisher verfolgte Geschäftsmodell nur noch für eingeschränkt zukunftsfähig und ein notwendiges Wachstum bei einer notwendigen Umstellung des Geschäftsmodells ohne strategischen Partner nicht finanzierbar. Diese Erkenntnis war ein wesentlicher Grund für das Vectron Systems-Management, im August 2023 gezielt auf die Suche nach einem strategischen Partner zu gehen.

Mit Blick auf die für Vectron Systems relevanten Zielbranchen spielt die digitale Transformation in der Gastronomiebranche eine große Rolle.²⁸ Nach Einschätzung des Vorstands verlegt sich der Schwerpunkt im Kassenmarkt aktuell weg vom reinen Kassensystem hin zu einem kompletten digitalen Ökosystem bestehend aus Zahlungsdienstleistungen, Reservierungssystemen, Bestellplattformen, digitalem Marketing etc. Neben eigenen Webseiten, Online-Funktionen für Bestellungen, Tischreservierungen oder Gutscheinkarten spielen auch Punktesammelsysteme, E-Payment-Arten sowie der Online-Dialog mit Kunden eine wachsende Rolle. Hinsichtlich der internen Prozesse wächst die Bedeutung von IT und z.T. auch künstlicher Intelligenz z.B. bei der Personal-Einsatzplanung, der Personalabrechnung, der Einkaufsplanung oder bei der Steuerung der Produktionsprozesse in der Küche und an der Bar.²⁹ In der Vergangenheit hatten die Gastronomiebetriebe i.d.R. einzelne Verträge für jeden Dienst abgeschlossen, was zu mehr Ansprechpartnern, einer größeren Zahl an Rechnungen, notwendigen Geräten neben der Kasse und tendenziell höheren Kosten je Funktionalität geführt hat, auch da Eingaben häufig mehrfach in den unterschiedlichen Systemen erfolgen mussten. Marktweit hat sich daher ein Trend zu integrierten Kassenlösungen entwickelt, bei dem sämtliche Funktionen von einem Anbieter abgedeckt werden, einschließlich der Bezahlungsfunktion. Die Integration von Zahlungsdiensten ermöglicht die Verbindung mehrerer Zahlungsoptionen, einschließlich kontaktloser Zahlungen und mobiler Geldbörsen. Vectron Systems hat in der Vergangenheit seinen Fokus auf diese Entwicklung ausgerichtet und erheblich in die Integration von Kassensystemen und Dienstleistungen aus einer Hand investiert, auch wenn nach Einschätzung des Vorstands die vollständige Umsetzung der technischen Roadmap weitere hohe Investitionen erforderlich machen wird. Dieses Angebot wird nun

²⁸ Vgl. Statista, Daten und Fakten zur Gastronomie in Deutschland, abgerufen am 4. November 2024.

²⁹ Vgl. Vectron Systems-Geschäftsbericht 2023, S. 14.

ergänzt durch Zahlungsdienstleistungen seitens Shift4, die das bisher von Vectron Systems in Kooperation mit dem Zahlungsdienstleister Epay angebotene, prozessual begrenzte Angebot erweitern.

Neben der Systemintegration ist der für die Vectron Systems relevante POS-Markt durch verschiedene weitere Entwicklungstrends geprägt.³⁰

- Wachstum bei mobilen POS-Systemen: Steigerung des Kundenerlebnisses durch die Möglichkeit, Transaktionen in verschiedenen Umgebungen wie Pop-up-Stores, Messen oder Veranstaltungen zu ermöglichen.
- Datenanalyse und Business Intelligence: POS-Systeme werden immer ausgefeilter, was die Datenerfassung und die Analysefähigkeiten betrifft. Gastronomiebetriebe können diese Daten nutzen, um ihre betriebliche Effizienz und Wertschöpfung zu verbessern.
- Omni-Channel-Fähigkeiten: Ein nahtloses Einkaufserlebnis über mehrere Kanäle hinweg – online, im Geschäft oder über mobile Geräte – wird von den Verbrauchern erwartet. Ebenso erwarten POS-Betreiber eine nahtlose Nutzungsoberfläche und Datenintegration über die gesamte Bandbreite digitaler Dienste hinweg.
- Wachsende Bedeutung von Künstlicher Intelligenz und Automatisierung: KI-gestützte POS-Systeme fördern die Automatisierung von Routineaufgaben, verbessern die Personalisierung und stärken die Kundenbindung.
- Treueprogramme: Der Aufbau von Treueprogrammen ermöglicht es Unternehmen, Informationen für gezielte Werbeaktionen zu gewinnen. Die Vectron Systems hat hierauf frühzeitig mit der bonvito-Software reagiert.
- Zunehmende Akzeptanz von cloudbasierten POS-Lösungen: Verlagerung hin zu digitalen Mehrwertdiensten und cloudbasierten POS-Systemen. Die Vectron Systems hat in den vergangenen Jahren ihren Umsatzanteil mit digitalen Diensten kontinuierlich ausgebaut.
- Abonnementbasierte Modelle: SaaS- und abonnementbasierte Preismodelle haben auf dem POS-Markt in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Diese Verschiebung im Gebührenmodell ermöglicht es den Endkunden, auf fortschrittliche POS-Funktionen zuzugreifen, ohne hierfür große Vorabinvestitionen tätigen zu müssen. Die Vectron Systems hat auch hier in den letzten Jahren versucht, über Hardware-Leasing ihren Anteil an wiederkehrenden Umsätzen auszubauen.

Insgesamt wird sich der Markt nach Einschätzung des Vectron-Vorstands in eine zunehmende Relevanz integrierter Softwarelösungen bewegen. Die Anzahl physischer Kassen wird demnach zukünftig zugunsten mobiler Kassenplätze auf Handheld-Geräten, insbesondere Smartphones und Tablets, zurückgehen. In diesem Sinne bringen Betreiber vermehrt ihre Hardware selbst

³⁰ Quelle: Einschätzung des Vectron Systems-Management.

bereits mit und benötigen lediglich noch die Kassensoftware, die wesentliche Funktionen heutiger Kassensysteme abdeckt und fortlaufend weiterentwickelt wird. Diese Entwicklung wird sich nach Ansicht des Managements insbesondere im Gastromarkt in einer rückläufigen Anzahl an physischen Kassen im Markt sowie einem rückläufigen Verhältnis aus physischen Kassen je Kunde niederschlagen.

Eine Besonderheit im deutschen POS-Markt resultiert aus den fiskalischen Anforderungen der Kassensicherungsverordnung, die am 1. Januar 2020 in Kraft getreten ist. Danach müssen elektronische Aufzeichnungssysteme mit Kassenfunktion mit einer „Technischen Sicherheitseinrichtung“ ausgestattet werden. Gleichzeitig sind digitale Aufzeichnungen zu sichern und für Kassennachschaue sowie Betriebsprüfungen verfügbar zu behalten. Es besteht zudem eine Pflicht zur Ausgabe von Belegen. Seit dem 1. Januar 2023 dürfen Kassensysteme, die die Anforderungen der Kassensicherungsverordnung nicht erfüllen, nicht mehr verwendet werden.³¹

Die geänderten fiskalischen Vorgaben haben nach den uns vom Vectron Systems-Management erteilten Auskünften dazu geführt, dass in den vergangenen Jahren eine Vielzahl von Gastronomie- und Bäckereibetrieben ihre Kassensysteme umgestellt bzw. Ersatzinvestitionen vorgezogen haben, sei es durch eine entsprechende Aufrüstung oder den Kauf neuer Systeme. Diese „Sonderkonjunktur“ führt umgekehrt dazu, dass die entsprechenden Betriebe in den kommenden Jahren keinen Bedarf für neue Kassensysteme haben werden. Nach Einschätzung des Managements beläuft sich die durchschnittliche Nutzungsdauer eines Kassensystems auf etwa sieben Jahre. Allerdings geht die Gesellschaft davon aus, dass bislang ein nicht unerheblicher Teil der Kassensysteme seiner Pflicht aufgrund bislang lückenhafter Kontrollen seitens der Finanzbehörden noch nicht nachgekommen ist,³² so dass diesbezüglich noch ein gewisses Marktpotenzial besteht.

Konkrete Marktstudien zur Entwicklung des POS-Markts für die von Vectron Systems bedienten Marktsegmente liegen uns nicht vor. Nach Einschätzung des Vorstands sind die auf den Webseiten der Wettbewerber oder in Investorenpräsentationen teilweise auffindbaren Marktdaten in der Regel unvollständig, voreingenommen und geschönt. Aussagekräftige Studien sind dem Vorstand nicht bekannt. Soweit wir im Rahmen einer eigenen Suche kommerzielle Marktstudien mit Bezug zum PoS-Markt identifizieren konnten, liegen die dort genannten Marktwachstumsraten regelmäßig im Bereich um 7-9 % p.a., teilweise darüber.³³ Allerdings ist festzustellen, dass diese Studien entweder

³¹ Vgl. Vectron Systems-Geschäftsbericht 2023, S. 13.

³² Vgl. Vectron Systems-Geschäftsbericht 2023, S. 14.

³³ Vgl. Mordor Intelligence: Germany POS Terminal Market Size & Share Analysis (8,2 %); Data Bridge Market Research: Europe Restaurant POS Software Market (7,5 %); Research and Markets: Europe POS Terminal (12,8 %); Research and Markets: Restaurant POS Terminals Global Market Report 2024 (9,1 %); Business Research Company: Restaurant POS Terminals Global Market Report 2024 (8,5 %); Global Market Insights: Point of Sale (POS) Terminal Market Size (7,5 %); Grand View Research: Restaurant POS Terminal Market Trends (8,0 %).

- in regionaler Hinsicht: die meisten Studien umfassen zumindest Europa oder sind sogar weltweit gehalten,
- hinsichtlich der Zielbranchen: die Studien enthalten regelmäßig den PoS-Markt des Handels, wobei Kassensysteme für den Handel auskunftsgemäß nicht in der Gastronomie verwendet werden können und umgekehrt, und/oder
- hinsichtlich der Produkte: so werden unter „PoS-Terminals“ regelmäßig Payment-Terminals und Kassensysteme zusammengeworfen,

nicht vergleichbar sind. Die fehlende Vergleichbarkeit der Studien zeigt sich auch daran, dass die dort genannten Marktteilnehmer reine Hersteller von Kassensystemen oder Bezahlterminals mit Anbietern von Kassensystemen für verschiedene Branchen vermischen und regelmäßig weder Vectron Systems noch deren unmittelbare Wettbewerber enthalten sind.³⁴ Zudem ist zu berücksichtigen, dass die von Vectron Systems bedienten Marktsegmente wie vorstehend ausgeführt durch eine kontinuierlich rückläufige Zahl an Gastro- und Bäckereibetrieben geprägt sind, während gleichzeitig der Wettbewerb bei den vertriebenen Kassensystemen praktisch keinen Spielraum für Preiserhöhungen lässt. Auch dies spricht gegen die Relevanz der in den Marktstudien genannten Wachstumsraten für die Vectron Systems-Gruppe.

ac) Couponing und Cashback-Markt

Die Vectron Systems-Gruppe ist durch ihre Tochtergesellschaft acardo eng mit dem Markt für Couponing und Cashback verbunden. Beim Couponing erhält der Verbraucher einen Gutschein oder eine Rabattmarke, gegen deren Vorlage ein Preisnachlass auf ein bestimmtes Produkt oder eine bestimmte Dienstleistung gewährt wird. Neben der Coupon-Nutzung beteiligt sich eine große Zahl an Verbrauchern in Deutschland auch an verschiedenen Bonusprogrammen.

Der Markt für Coupon-Clearing Häuser ist - nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen europäischen Ländern - durch eine nur geringe Anzahl an Anbietern geprägt. Nach Auskunft des Vorstands existieren in jedem Land ein bis zwei Coupon-Clearing-Häuser. In Deutschland gibt es zwei große Coupon Clearing-Häuser, acardo und die savi marketing GmbH (ehemals Valassis GmbH). Savi ist darüber hinaus in den Ländern Spanien, UK und zum Teil in Polen und Italien aktiv. In Frankreich operieren die Clearing Häuser Sogec Marketing und HighCo, letzteres ist ebenfalls in Spanien und Belgien aktiv.

Grundsätzlich erfreuen sich Couponing- und Cashback-Aktionen in wirtschaftlich schwierigen Zeiten großer Beliebtheit bei Endkunden. Besonders durch die steigende Inflation achten

³⁴ Vgl. etwa die Darstellung der führenden Marktteilnehmer im deutschen PoS Terminal-Markt in der Studie „Germany POS Terminal Market Analysis“ von MarkWide Research, von denen Vectron Systems nicht unter den Top 10-Firmen geführt werden, sondern

Verbraucher vermehrt auf Rabattaktionen und Angebote. Aber auch die Auftraggeber (d.h. die Hersteller oder der Handel) profitieren von der breiten Wirkung dieser Aktionen.

Die Marketingaktionen der acardo konzentrieren sich auf den Sektor der „Fast Moving Consumer Goods“ (FMCG), mit einem besonderen Fokus auf den Lebensmittelmarkt und Drogerieprodukte sowie Apotheken. Die Aktivitäten von acardo sind außerdem im Wesentlichen auf Deutschland beschränkt.

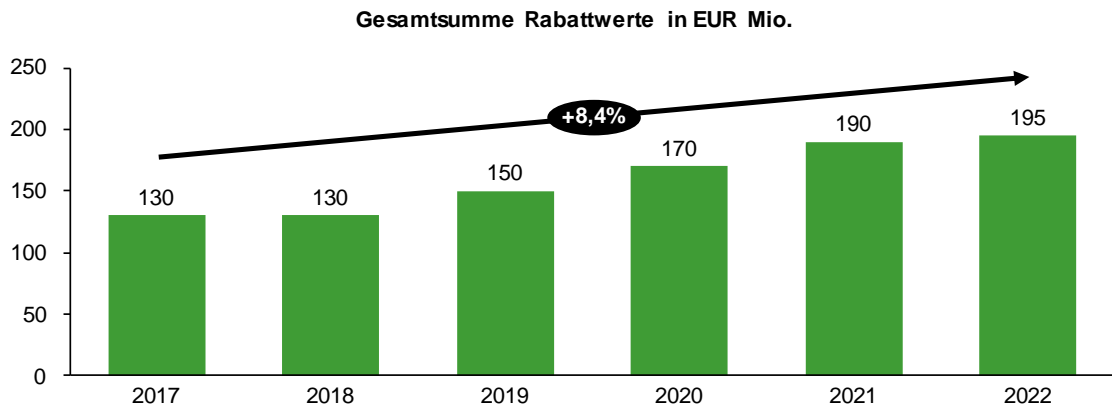
Zur Stärkung der Kundenbindung und der Neukundengewinnung setzen Unternehmen verstärkt auf das Couponing.³⁵ Der globale Markt für Couponing hat in den letzten Jahren ein signifikantes Wachstum verzeichnet, was vor allem auf die zunehmende Digitalisierung und den verstärkten Einsatz von datengetriebenen Marketingstrategien zurückzuführen ist. Innerhalb des Couponing-Markts muss daher zwischen der Entwicklung bei digitalen Coupons und jener bei papiergebundenen Coupons unterschieden werden. Darüber hinaus ist bei den digitalen Coupons weiter hinsichtlich des Vertriebskanals bzw. der Art der Einlösung zu trennen. Digitale Coupons werden über die Kanäle Online, In-Store und Mobile eingesetzt. Die Online-Einlösung in Webshops macht einen erheblichen Teil der Einnahmen des Marktes für digitale Coupons aus und stellt einen wesentlichen Wachstumstreiber dar. Die Einlösung im Ladengeschäft ist nach wie vor weit verbreitet, insbesondere in den Sektoren wie dem Lebensmitteleinzelhandel. Mit Blick auf acardo ist festzustellen, dass die Gesellschaft über das Check-Out-Couponing (d.h. Rabattcoupons, die auf die Kassenbelege beim Verlassen des Geschäfts gedruckt werden) einen Großteil seines Umsatzes im analogen papiergebundenen Markt tätigt. Zu diesem Marktsegment zählen auch von acardo durchgeführte Couponing-Kampagnen, die physische Rabattmarken an den Regalen umfassen.

Für den deutschen Couponing-Markt sind nur wenige Angaben zur Marktentwicklung vorhanden. Acardo veröffentlicht einmal im Jahr selbst Daten rund um die von Herstellern und Händlern in der Konsumgüterbranche durchgeführten Verkaufsförderungsaktionen mit Coupons. Die gezeigten Informationen entstammen den Analysen aus dem Clearing-System von acardo für den gesamten Coupon-Markt in diesem Sektor im Jahr 2023.³⁶ Der Bericht über die Datenerhebung für das Jahr 2023, der am 26. November 2024 von acardo veröffentlicht wurde, enthält weniger Informationen, weshalb die Grafiken nur bis einschließlich 2022 reichen.

Die Größe des Couponing-Markts lässt sich vereinfacht durch die Gesamtsumme der gewährten Rabatte erfassen. Die Gesamtsumme des Rabattwertes ist von EUR 130 Mio. im Jahr 2017 auf rund EUR 195 Mio. im Jahr 2022 angestiegen:

³⁵ Vgl. Global Digital Coupon Product Market By Type (ECoupons, Online Coupon Codes), By Application (Food & Beverages, Consumer Goods), By Geographic Scope And Forecast, Oktober 2024.

³⁶ Für 2024 hat acardo den Bericht nicht aktualisiert.

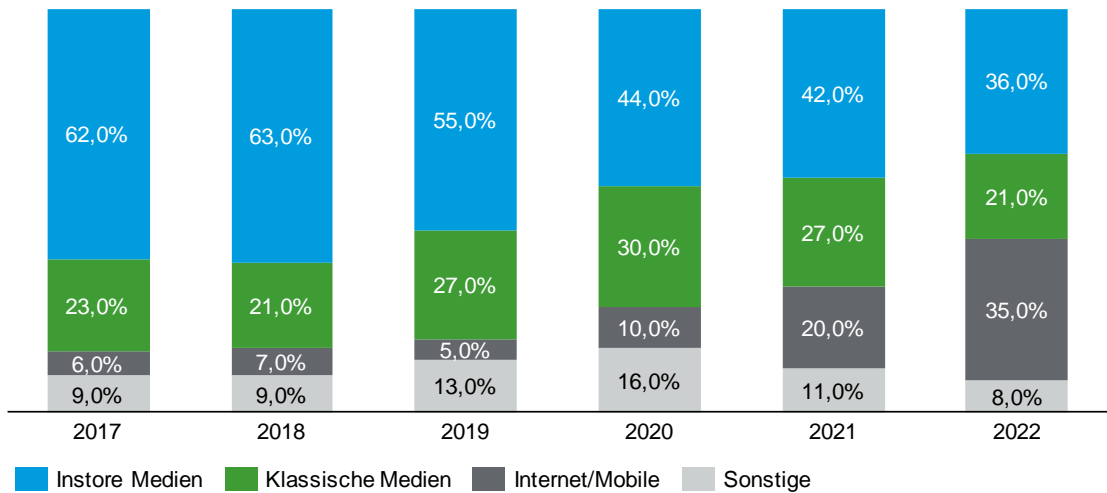


Quelle: acardo Report „Der Coupon-Markt in Deutschland“ 2017 bis 2022.

Bei einer durchschnittlichen Rabattrate von 20 % entspricht dies einem Warenumsatz von rund EUR 1 Mrd.³⁷ Dabei verzeichnete der Markt insbesondere in den Jahren 2019 bis 2021 ein dynamisches Wachstum, das vor allem im digitalen Bereich stattfand. Dies spiegelt sich in der Zunahme des relativen Anteils der Einlösungen im Internet- und Mobil-Bereich wider, die von etwa 5 % im Jahr 2019 auf 35 % im Jahr 2022 gestiegen ist. Im Vergleich dazu haben Instore- und klassische Medien an Bedeutung verloren. Zusätzlich kaufen Verbraucher bewusster ein, wobei Couponing-Aktionen ihnen helfen, die insbesondere seit 2022 beobachteten starken Preiserhöhungen im Lebensmitteleinzelhandel abzumildern. Die folgende Übersicht zeigt die Verteilung der Marketingbudgets von Konsumgüterhersteller auf die verschiedenen Vertriebskanäle:

³⁷ Vgl. Lagebericht 2022 der acardo group AG, S. 1.

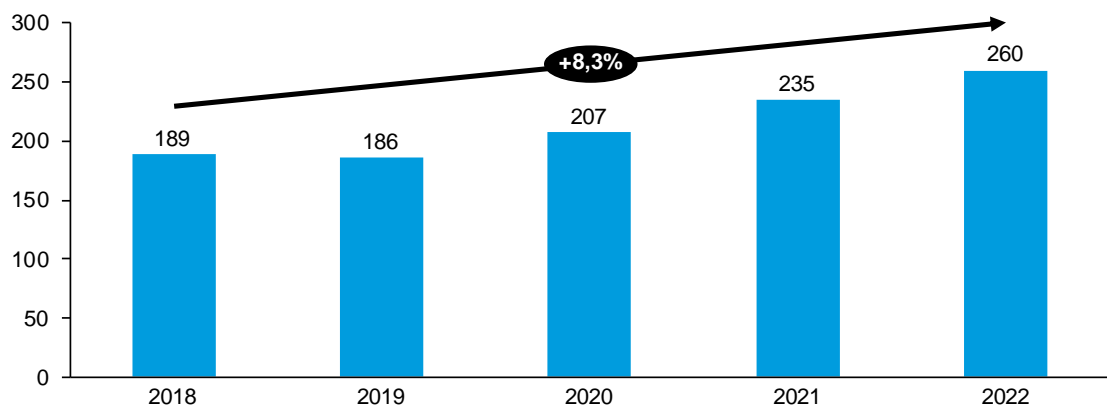
Konsumgüterhersteller nach Medium



Quelle: acardo Report „Der Coupon-Markt in Deutschland“ 2017 bis 2022.

Die Relevanz für den Handel und die Hersteller kann durch die Anzahl der teilnehmenden Konsumgüterhersteller ermittelt werden. Zwischen 2018 und 2022 ist diese Anzahl von 189 auf 260 gestiegen, was auf ein wachsendes Interesse und Engagement hinweist.

Anzahl teilnehmender Konsumgüterhersteller in Stück



Quelle: acardo Report „Der Coupon-Markt in Deutschland“ 2017 bis 2022.

Prospektive Aussagen in Form von Marktstudien zum Couponing finden sich zwar in größerer Zahl, sind i.d.R. aber für die Entwicklung der acardo ohne Aussagekraft. Dies liegt an der nahezu ausschließlich auf Deutschland ausgerichteten Geschäftstätigkeit, darüber hinaus aber vor allem

an der spezifischen Abgrenzung des Geschäftsmodells der Gesellschaft. Verfügbare Studien verwenden häufig Schlagworte wie „digitales Couponing“ oder „mobiles Couponing“, „Coupon-Generierungssysteme“ oder „Brand Activation Services“. Dabei grenzen sie die Märkte aber häufig völlig unterschiedlich ab und treffen i.d.R. lediglich globale Aussagen ohne regionale oder produktspezifische Differenzierungen.

Insbesondere bei den Studien zum digitalen Couponing werden regelmäßig reine Coupon-Bereitstellungsplattformen subsumiert, die – anders als acardo – keine Clearing-Leistungen erbringen. Auch werden häufig Anbieter digitaler Coupons im E-Commerce sowie von Online-Händlern wie Amazon angebotene Rabattcoupons regelmäßig zum digitalen Couponing gezählt, so dass die Studien i.d.R. sämtliche Produktkategorien über jegliche Vertriebskanäle abdecken. Nach Einschätzung des Managements gewinnen zudem digitale Coupons bei Discountern eine steigende Bedeutung. Diese Unternehmen stellen jedoch keine potenziellen Kunden von acardo dar, da sie wie bspw. Lidl oder Netto das Coupon-Clearing auskunftsgemäß entweder selbst übernehmen oder die Einlösung der von ihnen ausgestellten Coupons letztlich einen unmittelbaren Umsatzverzicht des Discounters darstellt.

Soweit einige Studien auf den Markt für Coupon-Generierungssysteme abstellen, decken auch diese das Geschäftsmodell von acardo nur unzureichend ab, da hier der Fokus lediglich auf das technische Tool zur Couponerzeugung gelegt wird. Der Markt für Brand Activation ist nach Einschätzung des Managements ebenfalls kein sinnvoller Vergleichsmaßstab. Zwar handelt es sich hierbei auch um Verkaufsförderungsmaßnahmen, jedoch liegt der Schwerpunkt auf der ganzheitlichen Optimierung der Markenstrategie.

Insoweit sind die in diesen Marktstudien genannten Wachstumsprognosen, die z.T. im deutlich zweistelligen Bereich liegen, nicht auf die erwartete Entwicklung von acardo übertragbar. Konkrete Marktstudien zum Coupon-Clearing und den von acardo erbrachten Fokusleistungen sind dem Management und uns nicht bekannt.

Da acardo den Fokus überwiegend auf Konsumgüterhersteller und Drogerien legt, deren Coupon-Einlösung im stationären Einzelhandel erfolgt, sind nach Einschätzung des Managements die Wachstumsraten der Kunden aus der Konsumgüterbranche für das Geschäftsmodell von acardo von größerer Relevanz als das Wachstum für digitale Coupons, da diese letztlich auch die verfügbaren Marketingbudgets beeinflussen.

Am ehesten vergleichbar ist daher eine Studie von Market Research Future, welche hinsichtlich des digitalen Couponmarkts eine Wachstumsrate von rund 7,8% p.a. (CAGR: 2024 - 2032) erwartet.³⁸ Die Studie beleuchtet insbesondere die Konsumgüterhersteller als Schlüsselakteure, welche tendenziell die Kundenseite von acardo darstellen. Hierbei muss berücksichtigt werden,

³⁸ Vgl. Market Research Future, Digital Coupons Market Overview, Januar 2025.

dass auch hier insbesondere die zunehmende Nutzung von Smartphones und das Wachstum des E-Commerce als Hauptgründe für das Marktwachstum genannt werden. Dagegen erzielt acardo nahezu ausschließlich Umsatzerlöse durch das Einlösen von Coupons im stationären Einzelhandel.

Betrachtet man hilfsweise die prognostizierten Umsatzwachstumsraten bekannter Konsumgüterhersteller und unterstellt, dass sich erwartbare Marketingbudgets an der Umsatzentwicklung orientieren, wäre ein Marktwachstum unterhalb der 7,8 % p.a. zu erwarten. Nach unseren Analysen wird für bekannte Konsumgüterhersteller ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2027 ein durchschnittliches Umsatzwachstum zwischen zwei und drei Prozent pro Jahr erwartet, ausgehend vom Jahr 2024 bis 2027 ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von drei bis vier Prozent pro Jahr.

c) Analyse der Peer Group-Unternehmen

Für eine weitergehende Analyse der Wettbewerbssituation haben wir auf Basis einer Analyse der operativen Geschäftstätigkeit, der Markt- und Wettbewerbssituation sowie von Gesprächen mit dem Vorstand eine Peer Group börsennotierter Unternehmen aus dem Bereich der Kassensysteme identifiziert. Vor dem Hintergrund des Wandels im Geschäftsmodell der Vectron Systems haben wir zudem auch Payment-Provider in die Peer Group aufgenommen, sofern diese neben Zahlungsabwicklungsdienstleistungen auch Kassensysteme vertreiben. Ergänzend haben wir Unternehmen aus dem Bereich Kundenaktivierung und Couponing in die Peer Group aufgenommen, um das Geschäftsmodell von acardo abzubilden. Eine Kurzbeschreibung sowie die historische und prognostizierte Entwicklung der Peer Group-Unternehmen stellen wir im Folgenden dar.

Beschreibung der Peer Group-Unternehmen

Lightspeed Commerce Inc., Montreal/Kanada („Lightspeed“)

Lightspeed bietet cloudbasierte Softwarelösungen für Kassensysteme und Zahlungsabwicklung an. Mit seinem Tochterunternehmen Gastrofix ist das Unternehmen direkter Wettbewerber der Vectron Systems. Das Unternehmen stellt darüber hinaus auch Tools für den Onlinehandel, Buchhaltung, das Management mehrerer Standorte sowie für Reporting und Analyse bereit. Die Hauptkundengruppen von Lightspeed sind Betriebe aus der Gastronomie und dem Einzelhandel. Lightspeed bedient Kunden weltweit, wobei ein Schwerpunkt auf den USA liegt. Lightspeed erzielte im Geschäftsjahr 2023/24 Umsatzerlöse von rund USD 909 Mio.

Toast Inc., Boston/USA („Toast“)

Toast ist ein vor allem in den USA tätiges Unternehmen für cloudbasierte Gastronomieware. Neben eigenen Kassensystemen werden vor allem Software-as-a-service Produkte sowie eine Plattform für Zahlungsabwicklung angeboten. Zu den Softwarelösungen gehören neben Kassensystemen auch Software für Online-Bestellungen, Marketing, Kundenbindung und Buchhaltung. Toast erzielte im Geschäftsjahr 2023 Umsatzerlöse von rund USD 3.865 Mio.

Shift4 Payments Inc., Center Valley/USA („Shift4“)

Shift4 bietet Zahlungsabwicklungsdienstleistungen für Unternehmen aus verschiedenen Branchen an. Außerdem werden Technologielösungen wie Kassensysteme, Kassensysteme, Sicherheits- und Risikomanagement, sowie Berichts- und Analysetools bereitgestellt. Shift4 bietet auch ergänzende Lösungen von Drittanbietern an. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte Shift4 Umsatzerlöse von rund USD 2.565 Mio.

Smaregi Inc., Osaka/Japan („Smaregi“)

Smaregi bietet cloudbasierte Softwarelösungen für Kassensysteme und Zahlungsabwicklung an, die sich besonders an den Einzelhandel und die Gastronomie richten. Das Unternehmen vertreibt außerdem eine Arbeitszeitmanagementsoftware. Smaregis Hauptkunden sind kleine und mittelständische Betriebe. Im Geschäftsjahr 2024 erzielte Smaregi Umsatzerlöse von rund YEN 8.386 Mio.

Global Payments Inc., Atlanta/USA („Global Payments“)

Global Payments bietet umfassende Zahlungsdienstleistungen für Unternehmen weltweit an. Zu den Dienstleistungen gehören zudem Abwicklungslösungen, die verschiedene Verkaufsplattformen wie Mobile, Online und stationäre Kassensysteme integrieren. Global Payments bedient neben Gastronomie und Einzelhandel auch diverse andere Branchen. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte Global Payments Umsatzerlöse von rund USD 9.654 Mio., wobei der geografische Schwerpunkt in Amerika liegt.

Nayax Ltd., Herzliya/Israel („Nayax“)

Nayax ist ein global tätiges Unternehmen, das sich auf bargeldlose Zahlungslösungen für den unbeaufsichtigten Einzelhandel spezialisiert hat. Mit Technologien zur Zahlungsabwicklung, Telemetrie und Analytik bietet Nayax Lösungen für Automaten, Kioske sowie selbstbedienungs- und Einzelhandelsumgebungen. Die Hauptprodukte umfassen Point of Sales-Geräte, die verschiedene Kartenzahlungsfunktionen unterstützen. Nayax erzielte im Geschäftsjahr 2023 einen Umsatz von USD 235,5 Mio.

Groupon Inc., Chicago/USA („Goupon“)

Groupon ist ein Unternehmen, das sich auf einen zweiseitigen Marktplatz für die Vermittlung von Rabattangeboten spezialisiert hat. Das Unternehmen erzielt Einnahmen durch Transaktionen, bei denen es Provisionen generiert, indem es Waren oder lokale Dienstleistungen im Auftrag von Drittanbietern verkauft. Der Umsatz umfasst auch Provisionen, die Groupon verdient, wenn Kunden bei Einzelhändlern Einkäufe tätigen und dabei digitale Coupons verwenden, die von Groupons Plattformen stammen. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte Groupon Umsatzerlöse von rund USD 515 Mio.

Edenred SE, Issy-les-Moulineaux/Frankreich („Edenred“)

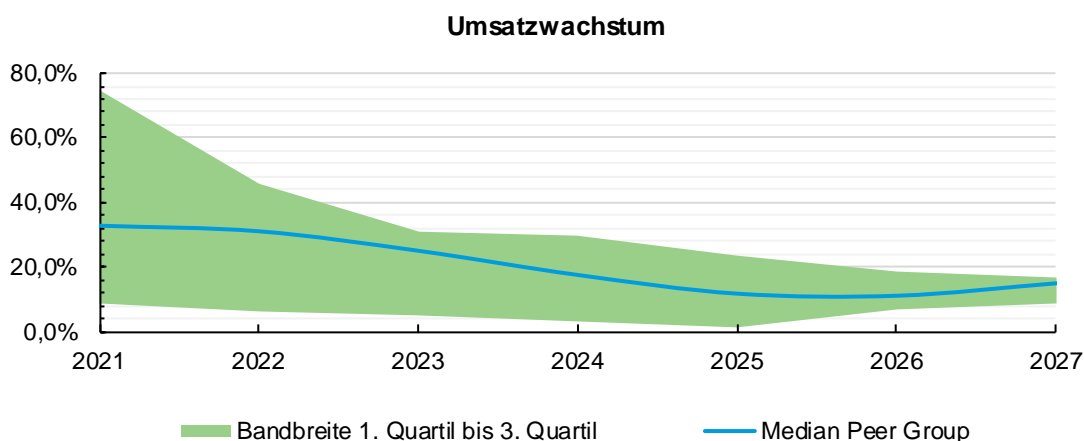
Edenred ist eine digitale Plattform, die zweckgebundene Zahlungslösungen für Lebensmittel (z. B. Essensgutscheine), Geschenkkarten, Mobilität (z. B. Gutscheine für das Laden von Elektrofahrzeugen, Wartung, Maut und Parken) und Unternehmenszahlungen (z. B. virtuelle Karten) anbietet. Diese Leistungen werden oft von Arbeitgebern als steuerbegünstigter Sachbezug für Mitarbeiter genutzt. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte Edenred Umsatzerlöse von rund EUR 2.514 Mio. mit einem Fokus auf Europa.

HighCo S.A. Aix-en Provence/Frankreich („HighCo“)

HighCo S.A. ist ein Unternehmen, das sich auf Marketing- und Kommunikationslösungen spezialisiert hat. Das Unternehmen bietet seinen Kunden verschiedene Dienstleistungen an, darunter digitale Marketingstrategien, Kundenbindung, Mobile Marketing, sowie Entwicklung von Werbung und Verkaufsförderung. Nach Auskunft des Managements ist HighCo ebenfalls im Coupon-Clearing tätig und stellt das Pendant zu acardo in Frankreich dar. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte HighCo Umsatzerlöse von rund EUR 74,35 Mio. HighCo ist überwiegend in Frankreich (88%), aber auch Belgien (11%) und Spanien (1%) aktiv.

Umsatzentwicklung und Margen der Peer Group-Unternehmen

In der folgenden Übersicht sind die Bandbreite sowie der Median³⁹ des Umsatzwachstums der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2021 bis 2023 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten Wachstumsraten für die Jahre 2024 bis 2027 dargestellt: Da für das Peer Group Unternehmen Smaregi für die Jahre 2025 ff. keine Schätzer beim Finanzdienstleister Bloomberg verfügbar waren, haben wir aus Konsistenzgründen auch auf eine Berücksichtigung im historischen Zeitraum verzichtet.

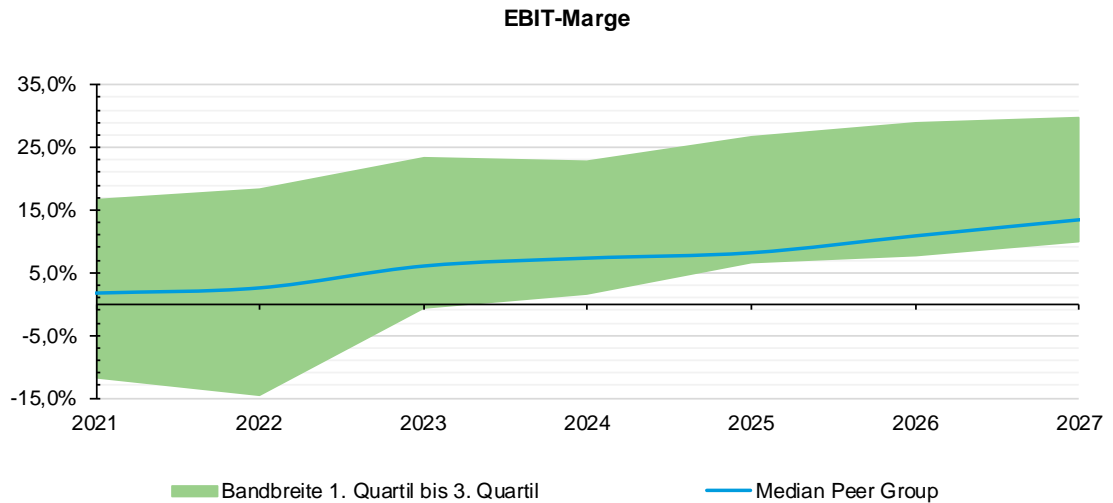


Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Für das Jahr 2024 wird von Analysten ein steigendes Wachstum der Umsatzerlöse bei einem Median von etwa 17,4 % prognostiziert. In den Folgejahren 2025 und 2026 beläuft sich der Peer Group-Median auf rund 11,0 % p.a. Im Jahr 2027 steigt der Median des prognostizierten Umsatzwachstums auf rund 14,7%. Auf eine Darstellung der Jahre 2028 ff. haben wir verzichtet, da nur für diesen Zeitraum noch vereinzelt Analystenschätzer verfügbar sind.

In der folgenden Übersicht werden die Bandbreite sowie der Median der EBIT-Margen (EBIT/Umsatz) der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2021 bis 2024 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten EBIT-Margen für die Jahre 2025 bis 2027 dargestellt. Der grün hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige erste und dritte Quartil der Bandbreite der EBIT-Margen. Analog zu den Umsatzerlösen haben wir auch hier auf die Berücksichtigung des Peer Group Unternehmens Smaregi verzichtet.

³⁹ Da die Wachstumsraten der einzelnen Peer Group-Unternehmen sehr stark voneinander abweichen und einzelne Gesellschaften mit Ausreißer-Werten den Mittelwert deutlich beeinflussen, haben wir auf den Median abgestellt.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Der Peer Group-Median der EBIT-Margen bewegt sich über den historischen Zeitraum von 2021 bis 2024 zwischen rund 1,8% und rund 7,3 %. Für den Prognosezeitraum von 2025 bis 2027 liegen die im Median prognostizierten EBIT-Margen zwischen rund 8,1 % und 13,3 %.

Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass Kenngrößen von Peer Group-Unternehmen wie Umsatzwachstum oder auch deren EBIT-Margen sich nicht unmittelbar auf das Bewertungsobjekt übertragen lassen.⁴⁰ Zutreffend verweist das LG München I darauf, dass ungeachtet der grundsätzlichen Vergleichbarkeit jedes Unternehmen eine unterschiedliche Struktur hat, weshalb das Umsatzwachstum oder Margen nicht identisch sein können.

⁴⁰ Vgl. LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/22e, Beschlusstext S. 41 f.

3. Grundsätze der Unternehmensbewertung

3.1. Allgemeines

Der BGH hat in zwei jüngeren Beschlüssen vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“, II ZB 12/21) sowie vom 31. Januar 2024 („Kabel Deutschland“, II ZB 5/22) seine Auffassung bestätigt, dass die Bezugnahme auf den Börsenkurs den gesetzlichen Bewertungszielen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Ausgleichs grundsätzlich entspricht. Die Angemessenheit ist dabei mit Blick auf den von der Rechtsprechung für Abfindungsfälle geforderten „vollen (wirtschaftlichen) Wertausgleich“ zu beurteilen. Hierzu ist unter Berücksichtigung der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Theorie und der entsprechenden Praxis zu untersuchen, ob der Börsenkurs den „wahren“ Wert abbildet. Im konkreten Fall ist zu untersuchen, ob davon ausgegangen werden kann, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft der Unternehmen (tatsächlich) zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung in den Börsenkursen (tatsächlich) niedergeschlagen hat.

Zudem haben die Grundsätze der Unternehmensbewertung, die in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis als gesichert gelten, ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. („IDW“), insbesondere im IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008), gefunden (siehe hierzu sogleich unter Ziffer 3.2. ff.). Die Verlautbarungen des IDW zur Unternehmensbewertung werden auch von den Gerichten als Expertenauffassung für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage für die angemessene Abfindung bzw. Ausgleichszahlung anerkannt.⁴¹

§ 305 Abs. 3 Satz 2 AktG legt fest, dass die angemessene Abfindung „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung“ berücksichtigen muss. Dazu korrespondiert das Stichtagsprinzip als allgemein anerkannter Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung: Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 22, 23 sind Unternehmenswerte zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Dabei ist der Informationsstand zu

⁴¹ Vgl. repräsentativ Drescher in BeckOGK/AktG, Stand: 1. Juni 2024, § 8 SpruchG Rz. 8, der formuliert: „Faktisch herrschend ist in Deutschland der IDW Standard S 1, der eine anerkannte Expertenauffassung wiedergibt“. Das OLG Düsseldorf vom 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 71 (BeckRS), stellt fest: „Die Verlautbarungen des FAUB [insb. IDW S 1] sind in der Fachwissenschaft wie dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt und werden bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet. Sie stellen daher eine anerkannte Expertenauffassung und gebräuchliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamental-analytischen Ermittlung des Unternehmenswerts dar.“

berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.⁴²

Dementsprechend wurde als Bewertungsstichtag der 25. April 2025 als Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der Vectron Systems zu Grunde gelegt.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 1. Januar 2025 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde der so ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag 25. April 2025 geometrisch aufgezinst.

Die Beurteilung, ob im konkreten Fall der Börsenkurs oder der gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 ermittelte objektivierte Unternehmenswert je Aktie den „wahren“ Wert abbildet, ist zu trennen von der Frage, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze – auch sog. „Desinvestitionswert“ – für eine Abfindung Relevanz hat. Diese Untergrenzenfunktion des Börsenkurses geht auf die DAT/ALTANA Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999⁴³ zurück, in der die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Gewinnabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben wurde, die nach ganz herrschender Meinung und Rechtsprechung des BGH⁴⁴ auch auf Squeeze-Out-Fälle Anwendung findet. Für diese Untergrenzenfunktion⁴⁵ des Börsenkurses kommt es nur darauf an, ob eine Veräußerung zu diesem Kurs unter Abstraktion von der relevanten Strukturmaßnahme möglich gewesen wäre. Anders als beim „wahren“ Wert ist dagegen das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine „richtige“ Informationsbewertung durch den Markt nicht von Relevanz.

3.2. Objektivierter Unternehmenswert

a) Grundlagen

In Theorie, Praxis und Rechtsprechung besteht heute Einigkeit, dass es einen „objektiven, allgemeingültigen“ Unternehmenswert nicht gibt. Vielmehr wird die Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck herausgestellt. Ob ein Entscheidungs-, Schieds- oder objektivierter Wert zu

⁴² Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.83.

⁴³ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

⁴⁴ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630.

⁴⁵ In der Literatur wird teilweise vertreten, dass ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle; vgl. Wasmann, AG 2023, S. 810 ff.; Herfs, AG 2024, S. 653 ff.

ermitteln ist, wird durch den Zweck determiniert, zu dem die Bewertung erfolgt, und ist somit abhängig von der Funktion, die der Bewerter einnimmt.

In Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck ergeben sich in der Regel unterschiedliche Annahmen über die Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse, Art und Umfang einzubeziehender Synergien sowie zu den persönlichen Verhältnissen der Anteilseigner bzw. deren anlassbezogenen Typisierung. Daher setzt eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen und Typisierungen herleiten zu können.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis sind die angemessene Abfindung und der angemessene Ausgleich aus objektivierten Unternehmenswerten abzuleiten.⁴⁶ Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.⁴⁷

b) Zukunftserfolgswert (Ertragswert)

Der Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse (auch **Zukunftserfolge**) bildet 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. Vorliegend wurde der Unternehmenswert nach dem von der Rechtsprechung anerkannten **Ertragswertverfahren** ermittelt. Da 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, die Discounted-Cashflow-Verfahren und das Ertragswertverfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen⁴⁸, wurde auf eine zusätzliche Darstellung des Unternehmenswerts nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren verzichtet.

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der Zukunftserfolge auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der **Kapitalisierungszinssatz** repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage, die dem zu kapitalisierenden

⁴⁶ Vgl. OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 74 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 21. Februar 2019, 26 W 5/18, Tz. 42 (BeckRS); LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 31; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 27.

⁴⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29.

⁴⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101.

Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.⁴⁹ 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.

Synergieeffekte

IDW S 1 unterscheidet im Einklang mit der Rechtsprechung in Spruchverfahren zwischen echten und unechten Synergieeffekten.⁵⁰ **Echte Synergien** ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme. Dagegen sind sogenannte **unechte Synergieeffekte** dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne die Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.⁵¹

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen.⁵² Dies gilt nach Auffassung der Rechtsprechung jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.⁵³

Der Einbezug **echter Synergien** ist dagegen im Rahmen der objektivierten Bewertung im Einklang mit der herrschenden Meinung der Rechtsprechung nicht angezeigt.⁵⁴

Gewinnverwendungspolitik

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

⁴⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114.

⁵⁰ Vgl. ausführlich Popp, Der Konzern 2023, S. 58, 65 f.; Bertl/Popp, RWZ 2022, S. 88 ff.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.30 ff.

⁵¹ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120.

⁵² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34.

⁵³ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 60 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. März 2016, 26 W 14/13, Tz. 51 (BeckRS).

⁵⁴ Vgl. OLG Stuttgart, 26. Dezember 2024, 20 W 27/20, Beschlusstext S. 60; OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 18; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18, Beschlusstext S. 15; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20, Beschlusstext S. 20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 41; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 56 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. März 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 21; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 81 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 14. August 2018, 9 W 4/14, Beschlusstext S. 21; OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 46 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 61 (BeckRS).

Verfügung stehen. Die Gewinnverwendungspolitik wird von der Rechtsprechung als unternehmerische Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft gesehen,⁵⁵ die nicht dahingehend zu überprüfen sei, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt.⁵⁶

Im Rahmen der **Gewinnverwendungspolitik** sind die Innenfinanzierung in der Detailplanungsphase sowie die Wachstumsthesaurierung in der Rentenphase festzulegen. Ergibt sich aus dem integrierten Planungsmodell in der Detailplanungsphase temporär nach Ausnutzung der geplanten Fremdfinanzierung ein Kapitalbedarf, kann dieser durch die Nichtausschüttung von Gewinnen finanziert werden. Diese Form der **Innenfinanzierung** in der Detailplanungsphase (auch sog. Ist-Thesaurierung) kann zur Tilgung von Verbindlichkeiten oder zur Verwendung für operativ notwendige Investitionen herangezogen werden.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem preis- bzw. inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollausskehrung der finanziellen Überschüsse (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich das in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesene wirtschaftliche Eigenkapital in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickelt.⁵⁷ Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen regelmäßig Teile des nachhaltigen Ergebnisses einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad (zu Marktwerten) realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung**.⁵⁸ Der Betrag der sog. Wachstumsthesaurierung ergibt sich – bei bilanzieller Betrachtung – aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Planungsphase.⁵⁹

Das geplante Ausschüttungsvolumen wird im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. In der Fortführungsphase (sog. ewige Rente) wird regelmäßig die typisierende Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.⁶⁰

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

⁵⁵ Vgl. OLG München, 9. September 2014, 31 Wx 128/14, Beschlusstext S. 8, 10; OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, Tz. 51 (juris); LG Stuttgart, 13. August 2019, 31 O 50/15, Beschlusstext S. 77; LG München I, 28. Mai 2014, 5 HK O 22657/12, S. 26 (BeckRS).

⁵⁶ Vgl. OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 12; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417, 419; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 58 (juris); OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, ZIP 2010, S. 279, 731.

⁵⁷ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455.

⁵⁸ Vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

⁵⁹ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

⁶⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

(fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen. Unter der Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition⁶¹ können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner – als sog. **Wertbeitrag aus Thesaurierungen** – abgebildet werden.

Steuerbelastung der Anteilseigner

Da die Ermittlung des Unternehmenswerts aus der Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, sind die Steuerbelastungen der Anteilseigner auf die Dividenden sowie die Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes 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.⁶²

Darüber hinaus ist die Berücksichtigung der Steuerfolgen **inflationsbedingter Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannt.⁶³ Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.⁶⁴

Sonderwerte

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als **Sonderwert** (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva wie Beteiligungen, steuerliche Effekte, Pensionsverpflichtungen und Verwässerungseffekte aus Wandelanleihen bzw. Aktienoptionsprogrammen in Frage.

⁶¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

⁶² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 93.

⁶³ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1582 ff.; Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 66 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Tz. 82 ff. (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 73 ff. (BeckRS); OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 74 ff. (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 101 ff. (BeckRS); LG München I, 16. April 2021, 5 HK O 5711/19, Beschlusstext S. 68 f.; LG Berlin, 5. Februar 2021, 102 O 25/12, Beschlusstext S. 55.

⁶⁴ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, § 17 Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Fn. 5 zu Rz. 17.41; Raths, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f.; Wollny, Der objektivierete Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141.

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.⁶⁵ Wird von einer Ausschüttung der erzielten Erlöse oder nicht betriebsnotwendiger Liquidität ausgegangen, erfordert dies in der Regel die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner.⁶⁶

c) Liquidations- und Substanzwert

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.⁶⁷

Nach den für die Abfindungs- und Ausgleichsermittlung maßgeblichen Grundsätzen 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 sind⁶⁸ oder die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen oder die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht vertretbar erscheint.⁶⁹ Die Abwägung speziell der aktienrechtlichen Spruchverfahrensentscheidungen, wonach nicht stets der Liquidationswert als Untergrenze anzusehen ist, resultiert nicht zuletzt daraus, dass ihn die abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht realisieren können.⁷⁰ Besteht ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung, scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus.⁷¹

⁶⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 61.

⁶⁶ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.181; Popp, Der Konzern 2020, S. 177, 179 m.w.N.; Thüringer OLG, 5. Januar 2022, 2 W 135/19, Tz. 80 (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 121 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 29. August 2018, 5 HK O 16585/15, Beschlusstext S. 126; LG Dortmund, 23. März 2023, 18 O 74/16, Beschlusstext S. 35.

⁶⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5.

⁶⁸ Vgl. BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04, AG 2006, S. 887, 889; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Tz. 22 (BeckRS); OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13, S. 6 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07, Tz. 96 f. (juris); OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08, Tz. 37 (juris).

⁶⁹ Vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 7.

⁷⁰ Vgl. OLG Karlsruhe, 30. Juli 2024, 12 W 26/23, Beschlusstext S. 28; OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15, Tz. 149 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 27. Februar 2004, 19 W 3/00, AG 2004, S. 324, 328; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.192.

⁷¹ Vgl. OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668.

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 (zum Beispiel Sozialpläne, Entschädigungen, Transaktionskosten) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, wurde auf eine detaillierte Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes im Rahmen dieser gutachtlichen Stellungnahme verzichtet. Hilfsweise sei darauf verwiesen, dass sich das buchmäßige Eigenkapital der Vectron Systems gemäß dem von uns erstellten Pro-Forma-Konzernabschluss zum 31. Dezember 2024 auf rund EUR 27,2 Mio. beläuft. Selbst ohne Berücksichtigung von Zerschlagungskosten entspricht dies nur rund 35 % des ertragswertbasierten Unternehmenswerts von rund EUR 78,5 Mio. (vgl. Abschnitt 5.10.c)).

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.⁷² Bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen.

d) Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen so genannte Multiplikatormethoden. 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 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.

Analog zu den Discounted-Cashflow-Verfahren kann bei der Multiplikatorbewertung nach Enterprise Ansätzen und Equity Ansätzen differenziert werden. Bei den Equity Ansätzen wird direkt der Wert für die Eigenkapitalgeber ermittelt. Dagegen wird bei den Enterprise Ansätzen zunächst der gesamte Wert des Unternehmens für die Eigen- und Fremdkapitalgeber ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich durch Subtraktion des Marktwerts des Fremdkapitals. Im Fall von EBIT- bzw. EBITDA-Multiplikatoren (also vor Abzug des Finanz- bzw. Zinsergebnisses) handelt es sich um einen Enterprise Ansatz, so dass auf den Gesamtunternehmenswert als Bezugsgröße abzustellen ist.

⁷² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08, Tz. 202 (juris); OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.198; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 29; LG Berlin, 3. Dezember 2021, 102 O 46/14, Beschlusstext S. 82; LG München I, 27. August 2021, 5 HK O 5884/20, Beschlusstext S. 72.

Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten.⁷³ Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen.⁷⁴

Ergänzend zu der von uns vorgenommenen analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode haben wir eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Analystenschätzungen durchgeführt (vgl. Abschnitt 5.11).

e) Vorerwerbe durch die Shift4-Gruppe

Das BVerfG 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 Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben.⁷⁵ Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – 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 gelänge, 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 Rechtsprechung⁷⁶ und wurde vom BGH jüngst nochmals bestätigt.⁷⁷

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009⁷⁸ 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 hat. Dass Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, in der Regel keine Relevanz für die angemessene Abfindung

⁷³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17, Tz. 55 (BeckRS); kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 146 (BeckRS); OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 (juris); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; Tz. 105 (juris); LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15, Tz. 62 (juris).

⁷⁴ Vgl. OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Tz. 71 (BeckRS).

⁷⁵ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568.

⁷⁶ Vgl. für alle: van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., 2023, § 305, Tz. 91; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

⁷⁷ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 51 (juris).

⁷⁸ Vgl. Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.

zukommt, wurde ebenfalls ausdrücklich vom BGH⁷⁹, dem OLG München⁸⁰, dem OLG Düsseldorf⁸¹, dem OLG Stuttgart⁸², dem OLG Frankfurt⁸³, dem Thüringer OLG⁸⁴, dem OLG Karlsruhe⁸⁵ sowie dem OLG Hamburg⁸⁶ festgehalten.⁸⁷

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

⁷⁹ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZR 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

⁸⁰ Vgl. OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 34 (BeckRS).

⁸¹ Vgl. OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 183 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14, Tz. 58 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 12. November 2015, 26 W 9/14, Tz. 43 (BeckRS).

⁸² Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 61 f.; 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Beschlusstext S. 34.

⁸³ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 31; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 33 (BeckRS).

⁸⁴ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 19; 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 18.

⁸⁵ Vgl. OLG Karlsruhe, 16. April 2024, 12 W 27/23, Tz. 71 (BeckRS).

⁸⁶ Vgl. OLG Hamburg, 8. Oktober 2018, 13 W 20/16, Tz. 30 (BeckRS); 27. März 2012, 13 W 20/09, Beschlusstext S. 7.

⁸⁷ Vgl. auch LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 93; LG Berlin, 15. November 2022, 102 O 100/12, Beschlusstext S. 105; LG München I, 28. Juni 2024, 5 HK O 15162, Beschlusstext S. 194; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 88; LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Beschlusstext S. 85, m.w.N.

4. Börsenkurs

Die Aktie der Vectron Systems war bis zu ihrem Delisting im Scale-Segment des Freiverkehrs der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Darüber hinaus erfolgte Handel mit den Aktien der Gesellschaft im Freiverkehr an verschiedenen weiteren deutschen Börsenplätzen. Mit Ablauf des 30. September 2024 kam es zu einem Delisting der Aktien der Gesellschaft an der Frankfurter Wertpapierbörse. Seither wird die Aktie der Vectron Systems lediglich noch im Freiverkehr der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wurde und wird weder von der Gesellschaft veranlasst noch von ihr unterstützt. Dennoch kommt vor diesem Hintergrund eine Relevanz der Kurse der Vectron Systems Aktien für die Bemessung der angemessenen Barabfindung und der Ausgleichszahlung grundsätzlich in Betracht.

Nachfolgend werden die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz des Börsenkurses der Vectron Systems untersucht.

4.1. Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“)⁸⁸ 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. In seinem Beschluss vom 31. Januar 2024 hat der BGH zudem ausdrücklich festgestellt, dass nicht nur der Börsenkurs als Desinvestitionswert, sondern auch der Börsenkurs als Maßstab für den „wahren“ Wert anhand dieses Durchschnittskurses zu ermitteln ist.⁸⁹

Der Zeitpunkt unmittelbar vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme wird in der Folge als **„Börsenkurstichtag“** bezeichnet.

Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß den §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.⁹⁰

Um potenzielle Manipulationen des Börsenkurses durch eine Vorverlegung des Endzeitpunkts der Dreimonatsfrist möglichst auszuschalten, wird in der Regel verlangt, dass in der Verlautbarung die uneingeschränkte Absicht des Unternehmens zur Durchführung der **konkreten**

⁸⁸ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff.

⁸⁹ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 32 (BeckRS).

⁹⁰ Vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

Strukturmaßnahme zum Ausdruck kommt. Zudem müsse objektiv die Aussicht bestehen, dass die konkrete Strukturmaßnahme in absehbarer Zeit tatsächlich durchgeführt wird.⁹¹

Am 26. September 2024 hat die Vectron Systems eine Pressemitteilung über die Absicht der Shift4-Unternehmensgruppe bekanntgegeben, den Prozess für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Vectron Systems als abhängiger Gesellschaft und ihrer Mehrheitsaktionärin einzuleiten.⁹² Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse haben wir daher auf den **25. September 2024** (inklusive) abgestellt. Dabei handelt es sich um den letzten Tag vor der Bekanntgabe der Absicht einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen.

Nach der Rechtsprechung des BGH wäre eine „**Hochrechnung**“ des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag 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.⁹³

Die Hochrechnung bezieht sich – sofern einschlägig – nach unserer Einschätzung allerdings nur auf den Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung, d. h. den Desinvestitionswert, und nicht auf die Frage, ob der Börsenkurs im konkreten Fall den „wahren“ Wert sachgerecht abbildet.

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. In der Rechtsprechung wird der „längere Zeitraum“ restriktiv gehandhabt und die Hochrechnung auf „unübliche“ Ausnahmefälle beschränkt.⁹⁴

Zwischen der am 25. September 2024 erfolgten Veröffentlichung der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag durchzuführen, und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 25. April 2025 werden sieben Monate liegen. Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist daher nicht erforderlich (vgl. dazu Abschnitt 4.4).

⁹¹ Vgl. van Rossum, in: Münchener Kommentar AktG, 6. Aufl., 2023, § 305 AktG, Rz. 104.

⁹² Vgl. Ad hoc-Mitteilung der Vectron Systems vom 26. September 2024.

⁹³ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

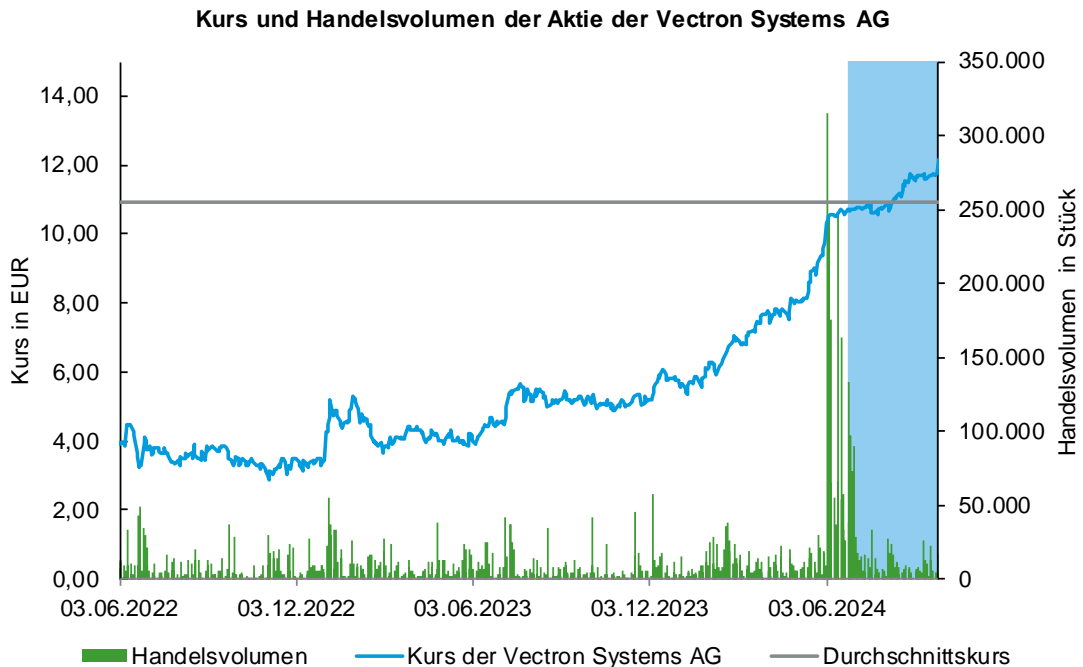
⁹⁴ Vgl. zu Literaturnachweisen Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223.

4.2. Maßgeblicher Dreimonatsdurchschnittskurs

Auf Basis der Kursdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg haben wir den umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs bezogen auf den Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen (26. September 2024), berechnet. Der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs zum 25. September 2024, dem Tag vor der Ankündigung, beträgt

EUR 10,93.

Das folgende Schaubild zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen (jeweils über alle deutschen Börsenplätze) bis zum Börsenkurstichtag sowie den relevanten Dreimonatsdurchschnittskurs der Vectron Systems. Hellblau hervorgehoben ist der Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Nach einem kontinuierlichen Kursrückgang im Geschäftsjahr 2022 war im Jahr 2023 ein leichter Kursanstieg auf rund EUR 5,80 zum Jahresende zu verzeichnen. Seit Anfang 2024 ist der Börsenkurs der Vectron Systems-Aktie sehr deutlich angestiegen. Am 31. Mai 2024 belief er sich auf

EUR 9,70. Am 1. Juni 2024 erfolgte die Ankündigung eines Business Combination Agreements mit der Arrow HoldCo und einer Erhöhung des Grundkapitals um 10 %, womit sich die Bieterin ArrowHold Co insgesamt zunächst rund 60 % der Anteile am (zukünftigen) Grundkapital der Gesellschaft gesichert hatte. Der Vereinbarung lag die Absicht der Bieterin zu Grunde, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle ausstehenden Aktien der Gesellschaft gegen Zahlung einer Gegenleistung von EUR 10,50 je Vectron Systems-Aktie zu unterbreiten. Der Aktienkurs verblieb in der Folgezeit für etwa zwei Monate auf dem Niveau des Übernahmepreises, stieg ab Anfang August 2024 aber weiter an und erreichte am Tag vor Ankündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag einen Wert von EUR 11,65. Am Tag der Ankündigung (26. September 2024) war ein weiterer leichter Anstieg auf EUR 12,05 zu verzeichnen. Zum Delisting (30. September 2024) lag der Börsenkurs schließlich bei EUR 12,00. Zum Ende unserer Bewertungsarbeiten war er weiter leicht auf rund EUR 13,00 gestiegen.

4.3. Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert

a) Zielbild und Analysekriterien

Nach ständiger Rechtsprechung soll das Kriterium „angemessen“ im Falle aktien- und umwandlungsrechtlicher Anlässe sicherstellen, dass ausscheidende Minderheitsaktionäre bzw. außenstehende Aktionäre den **vollen wirtschaftlichen Wert** ihrer Beteiligung an der Gesellschaft ersetzt bekommen. Da solche Abfindungsfälle in die grundgesetzlich geschützten Eigentumsrechte von Aktionären eingreifen, betont die Rechtsprechung einen „vollen“ Ersatz des „wahren“ Werts.

In den Wirtschaftswissenschaften ist anerkannt, dass unter bestimmten Bedingungen – und zwar insbesondere, wenn ein Markt aus einer sehr großen Anzahl von „kleinen“ Käufern und Verkäufern (sog. atomistische Marktstruktur⁹⁵) besteht und signifikante Informationsasymmetrien zwischen den Käufern und Verkäufern nicht vorliegen – der Marktmechanismus dazu fähig ist, knappe Wirtschaftsgüter durch Handelsprozesse ihrer optimalen Verwendung zuzuführen. Unter Vorliegen dieser Voraussetzungen kann der Markt einen „richtigen“ Gleichgewichtspreis oder „wahren“ Wert bestimmen.⁹⁶

Auf realen Kapitalmärkten kann nicht davon ausgegangen werden, dass die notwendigen Preisbildungsbedingungen stets vollständig vorliegen. Entsprechend sind umfassende Prüfungshandlungen erforderlich, um festzustellen, ob ein „funktionierender“ Kapitalmarkt vorliegt bzw. ob im

⁹⁵ Bei einer atomistischen Marktstruktur ist es für keinen Marktteilnehmer möglich, den Marktpreis durch das eigene Handeln zu beeinflussen, da sie im Vergleich zu der Größe des Marktes unbedeutend klein sind.

⁹⁶ Vgl. FAUB, AG 2021, S. 588, 589.

konkreten Fall davon ausgegangen werden kann, dass der Marktmechanismus für die betreffenden Anteile (tatsächlich) eine hinreichend effektive Informationsverarbeitung und Informationsbewertung abbildet.

Der BGH hat klargestellt, dass ein Rückgriff auf Börsenkurse ausscheiden kann, wenn über einen längeren Zeitraum **praktisch kein Handel** stattgefunden hat. An hinreichender Aussagekraft mangle es Börsenkursen unter anderem auch dann, wenn **unerklärliche Kursausschläge** oder **Kursmanipulationen** vorliegen oder wenn **kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten** nicht eingehalten worden seien. Insoweit werden durch den BGH Negativkriterien definiert, die darauf hinweisen können, dass ein funktionierender Kapitalmarkt nicht vorliegt. Die genannten Indizien stellen allerdings vor dem Hintergrund der betriebswirtschaftlichen bzw. wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis keinen abschließenden Katalog dar; vielmehr sind für die Überprüfung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses darüber hinaus gehende Analysen bzw. Prüfungshandlungen sachgerecht.⁹⁷

Zudem ist es nach unserer Einschätzung sachgerecht, jedenfalls zu Kontrollzwecken bzw. zur umfassenden Plausibilisierung⁹⁸ unter Berücksichtigung der Grundsätze des IDW S 1 ermittelte objektivierte Werte zu berücksichtigen. Wenn auf Basis der umfassenden Analysen erhebliche Zweifel an der Aussagefähigkeit des Börsenkurses bestehen, ist der „wahre“ Wert vorrangig über das Ertragswertverfahren zu ermitteln.⁹⁹

b) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Vectron Systems

In der Folge werden unter Berücksichtigung des oben dargestellten Zielbildes verschiedene Analysen zur Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Vectron Systems dargestellt. Die Diskussion zu den im Rahmen der Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses durchzuführenden Analysen ist aktuell im Fluss. Die durchgeführten Analysen bzw. deren Hinweise sind nicht überschneidungsfrei und nicht im Sinne einer hierarchischen Anordnung ihrer Bedeutsamkeit zu verstehen.

⁹⁷ Vgl. Ruthardt, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung, AG 2024, S. 770, Rz. 39 f., a.A. Wasmann, AG 2023, S. 810 ff.

⁹⁸ Auch der BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 53 ff. (BeckRS), hat eine Plausibilisierung des Börsenkurses durch eine Ertragswertermittlung ausdrücklich gebilligt. Die Notwendigkeit einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung der Ertragswertmethode (sowie zusätzlichen Plausibilisierungshandlungen über kapitalmarktgestützte Multiplikatoren) wird auch von Decher, AG 2023, S. 106 ff., betont.

⁹⁹ Vgl. zu einem Beispiel mangelnder Aussagekraft des Börsenkurses aufgrund eingeschränkter Liquidität den Beschluss des OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 50 ff. (BeckRS).

Analyse der Liquidität bzw. Liquiditätsmaße

Eine hohe Liquidität der Aktie erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung. Beispielsweise ist eine geringe Geld-Brief-Spanne ein Maßstab für den Umfang an Transaktionskosten. Geringe Transaktionskosten erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass neue Informationen schnell eingepreist werden und Arbitrageprozesse möglich sind. Eine hohe Liquidität wird von der Rechtsprechung als gewichtiger, wenn nicht gar wichtigster Indikator für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses gesehen.

Als Liquiditätsmaße werden in der Praxis und der Rechtsprechung insbesondere die Geld-Brief-Spanne, der Handelsumsatz (mit dem bezahlten Kurs bewertete gehandelte Aktien), das tägliche Handelsvolumen (Anzahl der gehandelten Aktien oder synonym zu Handelsumsatz verwendet) und der Free-Float-Anteil (potenziell für den Handel zur Verfügung stehende Aktien) genannt.¹⁰⁰ Allerdings haben sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept noch anerkannte Schwellenwerte für „liquide Aktien“ herausgebildet.¹⁰¹ Praktisch bietet sich vorliegend eine relative Einordnung durch Vergleiche mit durchschnittlichen Größen von größeren Indizes (bspw. CDAX) oder den herangezogenen Peer-Group-Unternehmen an.¹⁰²

Im Hinblick auf den **Handelsumsatz** wurde in einzelnen Beschlüssen jeweils unter Verweis auf Analysen der gerichtlich bestellten Sachverständigen darauf verwiesen, dass ab einem Handelsumsatz von (weniger als) rund TEUR 115 pro Tag „regelmäßig nicht mehr“ von einer hinreichenden Liquidität auszugehen sei.¹⁰³

Im Hinblick auf die **Geld-Brief-Spanne** wurde in Beschlüssen verschiedener Spruchgerichte eine eingeschränkte Liquidität ab einer Größenordnung von 1,0 % bis 1,25 % gesehen.¹⁰⁴ Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Bid-Ask-Spreads zu hoch seien.¹⁰⁵ Das **LG Berlin** hat darauf hingewiesen, dass dagegen bei einem täglichen Handelsumsatz von über EUR 3 Mio. sowie Bid-Ask-Spreads im Bereich von 0,23 % bis 0,27 % von einer hohen Liquidität auszugehen sei.¹⁰⁶ Das OLG Frankfurt a. M. hat in Sachen TLG/WCM Geld-Brief-Spannen von 0,27 % bzw. 0,37 % als

¹⁰⁰ Vgl. dazu Popp/Ruthardt, Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.119 ff.

¹⁰¹ Vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

¹⁰² Vgl. Ruthardt, BewP 2023, S. 50, 51.

¹⁰³ Vgl. OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 28 (BeckRS); OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS).

¹⁰⁴ Vgl. OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 28 (BeckRS); OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS); LG München I, 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20, Beschlusstext S. 136; LG München I, 9. Juni 2018, 5 HK 4268/17, Beschlusstext S. 65; LG Stuttgart, 20. Dezember 2018, 31 O 38/16, Beschlusstext S. 103.

¹⁰⁵ Vgl. LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext S. 120.

¹⁰⁶ Vgl. LG Berlin, 20. Juni 2023, 102 O 49/14, Beschlusstext S. 72.

sehr gering eingestuft und deren besondere Bedeutung für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses betont.¹⁰⁷

Den **durchschnittlichen Handelsumsatz** der Aktie der Vectron Systems haben wir über einen Zeitraum von fünf Jahren vor Ankündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungszeitraums (bis einschließlich 25. September 2024) untersucht. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt, jeweils über Ein-Jahresscheiben, die ein Jahr, zwei Jahre, usw. bis fünf Jahre vor dem genannten Stichtag beginnen:¹⁰⁸

Durchschn. Handelsumsatz an Tagen mit Handel in TEUR nach Jahresscheiben					
Stichtag (t ₀)	t ₁ bis t ₀	t ₂ bis t ₁	t ₃ bis t ₂	t ₄ bis t ₃	t ₅ bis t ₄
25.09.2024	163	38	81	253	415

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

In den Beobachtungszeiträumen lagen die durchschnittlichen Handelsumsätze an Tagen mit Handel in drei Jahresscheiben über TEUR 115, wenn auch nur leicht. Demgegenüber zeigen zwei Jahresscheiben einen erheblich geringeren durchschnittlichen Handelsumsatz von TEUR 38 bzw. TEUR 81 pro Tag und somit deutlich unter den in der Rechtsprechung genannten TEUR 115.

Im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag belief sich der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz der Aktie der Vectron Systems auf rund TEUR 141. Auch dieser Wert liegt nur geringfügig über dem in der Rechtsprechung zum Teil genannten Schwellenwert.

¹⁰⁷ Vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19, Rz. 40 f. (BeckRS).

¹⁰⁸ Die erste Spalte (t₁ bis t₀) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t₂ bis t₁) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

Ergänzend haben wir für die Aktie der Vectron Systems die durchschnittliche **Geld-Brief-Spanne** in den fünf Jahren vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen, analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt¹⁰⁹:

Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)					
Stichtag (t ₀)	t ₋₁ bis t ₀	t ₋₂ bis t ₋₁	t ₋₃ bis t ₋₂	t ₋₄ bis t ₋₃	t ₋₅ bis t ₋₄
25.09.2024	1,65%	3,53%	2,20%	0,96%	1,24%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Im betrachteten Vergangenheitszeitraum lag die Geld-Brief-Spanne für die Aktie der Vectron Systems in drei Jahresscheiben über 1,25 % und in zwei Jahresscheiben sogar (z.T. deutlich) über 2,00 %. Die Geld-Brief-Spannen liegen damit in einer Größenordnung, in der von der Rechtsprechung regelmäßig von einer mangelnden Liquidität bzw. Aussagekraft des Börsenkurses ausgegangen wird.

Im Dreimonatsdurchschnitt vor dem Börsenkurstichtag betrug die Geld-Brief-Spanne der Aktie der Vectron Systems rund 0,99% und lag damit deutlich über Geld-Brief-Spannen, die von Gerichten als sehr gering eingestuft wurden.

Zur weiteren Einordnung der erhobenen Geld-Brief-Spannen haben wir die Ausprägungen der Geld-Brief-Spanne für alle CDAX-Unternehmen für den Zeitraum von 1. Januar 2020 bis 31. Dezember 2024 erhoben. Dazu werden in der folgenden Übersicht der marktwertgewichtete Mittelwert, der Median sowie das erste und dritte Quartil dargestellt:

Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)					
Stichtag (t ₀)	t ₋₁ bis t ₀	t ₋₂ bis t ₋₁	t ₋₃ bis t ₋₂	t ₋₄ bis t ₋₃	t ₋₅ bis t ₋₄
Marktwertgewichteter Mittelwert	0,17%	0,18%	0,19%	0,16%	0,21%
Median	1,04%	0,93%	0,99%	0,71%	0,89%
25% Quartil	0,22%	0,20%	0,18%	0,14%	0,21%
75% Quartil	3,06%	2,98%	2,69%	2,12%	2,69%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

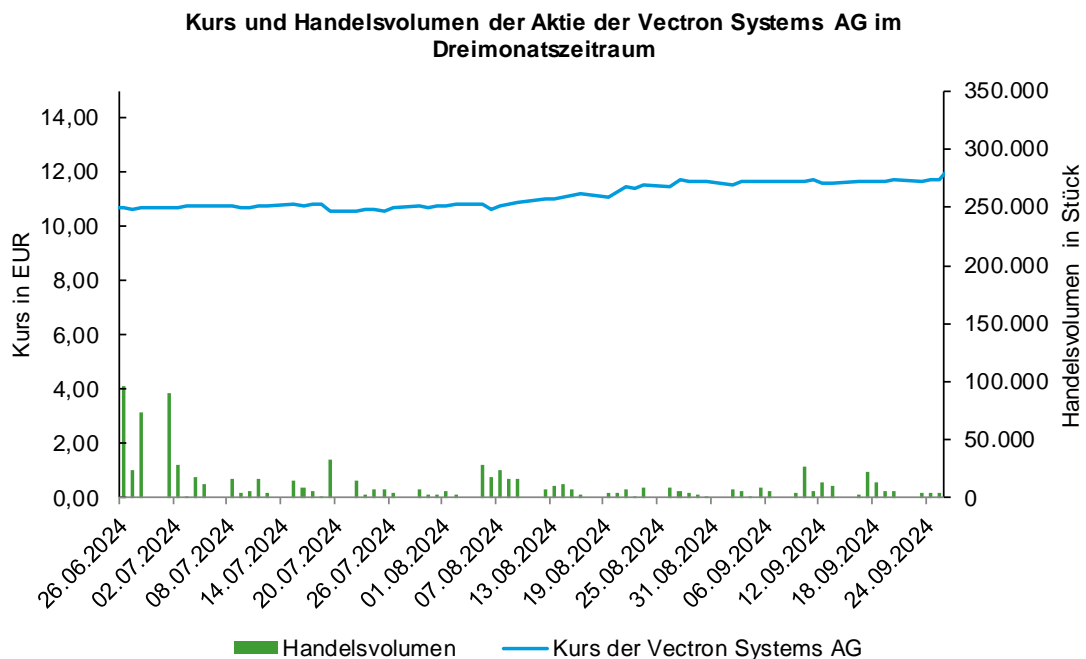
¹⁰⁹ Die erste Spalte (t₋₁ bis t₀) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t₋₂ bis t₋₁) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

Die Geld-Brief-Spannen der Aktie der Vectron Systems liegen sowohl deutlich über dem marktgewichteten Mittelwert als auch überwiegend über dem Median der CDAX-Unternehmen.

Keine (unerklärlichen) Kursausschläge und keine festgestellte Kursmanipulation

Für die Analyse des Vorliegens unerklärlicher Kursausschläge ist zunächst zu operationalisieren, wann überhaupt von einem „Kursauschlag“ zu sprechen ist. Insoweit kann sich eine Orientierung an den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung anbieten, der auf nacheinander¹¹⁰ festgestellte Abweichungen der Börsenkurse um mehr als 5 % verweist.

Die folgende Darstellung zeigt den Kurs und das Handelsvolumen der Aktie der Vectron Systems im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag:



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Über den Betrachtungszeitraum lagen keine mehrfachen Kursausschläge nacheinander festgestellter Börsenkurse um mindestens 5 % vor.

Konkrete Anhaltspunkte für Kursmanipulationen sind nicht ersichtlich.

¹¹⁰ Vgl. hierzu: BGH, 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18, Tz. 12 (BeckRS).

Umfang der Berichterstattung und Analystencoverage (Informationsasymmetrie)

Ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung- und -bewertung durch den Markt. In diesem Zusammenhang ist auch die Beobachtung der Aktie durch Analysten von Relevanz. Analysten sammeln Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld und publizieren Einschätzungen dazu. Das Vorliegen von mehreren Analystenmeinungen sowie das Vorliegen relativ übereinstimmender Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung.

Die Aktien der Vectron Systems waren bis zu ihrem Delisting Ende September 2024 – und damit auch in dem maßgeblichen Dreimonatszeitraum – im Scale-Segment des Freiverkehrs der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Insofern unterlag die Vectron Systems gegenüber dem regulierten Markt geringeren Informations- und Transparenzpflichten. Entsprechend den Regularien des Scale-Segments hat die Vectron Systems neben geprüften Jahresabschlüssen lediglich verkürzte Halbjahresberichte veröffentlicht. Quartalsberichte wurden nicht veröffentlicht.

Darüber hinaus hat die Gesellschaft gemäß den Vorgaben des Scale-Segments Unternehmensnachrichten veröffentlicht, die den Börsenkurs beeinflussen können (Ad hoc-Mitteilungen). Zusätzlich wurde auf der Homepage in den vergangenen Jahren eine zweistellige Anzahl von Pressemitteilungen veröffentlicht. Allerdings wurden seit Vollzug der Übernahme durch Shift4 keine Ertragsprognosen mehr bekannt gegeben. Die zuvor gültige Guidance wurde angesichts der tiefgreifenden Transformation des Geschäftsmodells der Gesellschaft am 15. Juli 2024 zurückgenommen. Angesichts der umfassenden Transformation des Geschäftsmodells halten wir es vor diesem Hintergrund für unwahrscheinlich, dass sich der Kapitalmarkt eine belastbare Einschätzung über die zukünftige Ertragslage der Gesellschaft bilden konnte.

Die Aktien der Vectron Systems wurden lediglich von zwei Investmentbanken beobachtet, die hierzu in unregelmäßigen Abständen Analystenberichte veröffentlichten, welche auf der Homepage der Gesellschaft abrufbar sind. Damit ist die Analysten-Coverage der Vectron Systems im Vergleich zum Durchschnitt bzw. Median der CDAX-Unternehmen deutlich unterdurchschnittlich.

Die letzten verfügbaren Berichte datieren aus dem September 2024. In dem Bericht von GBC AG vom 18. September 2024 wird explizit auf das Informationsgefälle hingewiesen, das aus der Umstellung des Geschäftsmodells resultiert:¹¹¹

„Nach der erfolgten Übernahme hat das Management von Vectron die bis dahin gültigen Prognosen widerrufen. Dies vor dem Hintergrund der sich aus der Zusammenarbeit mit Shift4 ergebenden Veränderungen in den Preis- und Angebotsmodellen. Sobald eine gute Visibilität

¹¹¹ Vgl. GBC AG, Research-Studie vom 18. September 2024, S. 16.

besteht, plant der Vectron-Vorstand, die neuen Prognosen für 2024 und 2025 zu veröffentlichen. Ohne diese Information beziehen wir bei der Berechnung unserer Prognosen die bisher gültigen Preismodelle ein.“

Auch die absolute Höhe z.B. der von den Analysten abgegebenen Umsatzprognosen für das zeitlich am nächsten liegende erste Planjahr 2025 verdeutlicht deren unzureichende Informationsbasis. Diese liegen in den beiden Analystenberichten aus dem September mit rund EUR 50,1 Mio. (GBC AG) bzw. EUR 48,5 Mio. (Warburg Research) sehr deutlich über den eigenen Erwartungen des Vectron Systems-Vorstands, die in einen Planumsatz von EUR 43,1 Mio. im Jahr 2025 münden. Wesentliche Sachverhalte wie der kurzfristig eintretende Umsatzausfall bei der Umstellung von (hohen) Umsätzen aus Einzelverkäufen von Kassensystemen hin zu (niedrigen, aber dauerhaft wiederkehrenden) Umsätzen aus monatlichen Mieten bei Vectron Systems oder der Wegfall des bisherigen Kunden Catalina bei acardo (vgl. hierzu unsere Ausführungen im Abschnitt 5.2.c)) bleiben in den Analysen offenkundig unberücksichtigt.

Anteilseignerstruktur

Bei Vorliegen beherrschender bzw. einen maßgeblichen Einfluss ausübender Aktionäre besteht ein Risiko ökonomisch „verzerrter“ Preise. Die Shift4-Gruppe hält seit dem Abschluss des Business Combination Agreements im Juni 2024 die Aktienmehrheit an der Vectron Systems. Die Beteiligungsquote der Shift4-Gruppe liegt seither bei über 70 %. Damit ist die Anteilseignerstruktur der Vectron Systems von einem beherrschenden Einfluss gekennzeichnet.

Stichtagsprinzip

Mit Blick auf das Stichtagsprinzip sollte nach unserer Einschätzung geprüft werden, ob der relevante Börsenkurs die Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert. Insofern ist zu analysieren, ob sich die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwischen dem Börsenkurstichtag und dem Bewertungsstichtag wesentlich verändert haben.

Durch die Übernahme der Vectron Systems durch die Shift4-Gruppe ergeben sich deutliche Veränderungen im Geschäftsmodell der Gesellschaft, da sich der finanzielle Fokus aus der eigenständigen Vermarktung der von ihr entwickelten Kassensysteme und digitalen Dienste hin zu Provisionen aus der Vermittlung von Zahlungsdienstleistungsverträgen verschiebt und die bisherigen Preis- und Angebotsmodelle von Vectron Systems grundlegend geändert werden sollen. Die Gesellschaft hat hierüber zwar am 15. Juli 2024, d.h. vor dem Börsenkurstichtag, in Form einer Pressemitteilung informiert, allerdings kann die Frage gestellt werden, ob der Markt das

neue Geschäftsmodell vor dem Hintergrund des laufenden Transformationsprozesses bereits hinreichend einpreisen konnte.

Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Vectron Systems im Hinblick auf den „wahren“ Wert

Aufgrund der dargestellten Analysen, insbesondere der Erkenntnisse zu der eingeschränkten Liquidität der Aktie und der eingeschränkten Informationsverarbeitung im Hinblick auf die Auswirkungen des Transformationsprozesses bei der Vectron Systems, halten wir den Börsenkurs der Vectron Systems nicht für aussagefähig im Hinblick auf den „wahren“ Wert.

4.4. Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung

Die Beurteilung, ob im konkreten Fall der Börsenkurs oder der gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 ermittelte objektivierte Unternehmenswert je Aktie den „wahren“ Wert abbildet, ist nach der herrschenden Auffassung zu trennen von der Frage, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze – auch sog. „Desinvestitionswert“ – für eine Abfindung Relevanz hat.¹¹² Diese Untergrenzenfunktion des Börsenkurses geht auf die DAT/ALTANA Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999¹¹³ zurück, in der die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Gewinnabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben wurde, die nach ganz herrschender Meinung und Rechtsprechung des BGH¹¹⁴ auch auf Squeeze-Out-Fälle Anwendung findet. Für diese Untergrenzenfunktion des Börsenkurses kommt es unseres Erachtens nur darauf an, ob eine Veräußerung zu diesem Kurs unter Abstraktion von der relevanten Strukturmaßnahme möglich gewesen wäre. Anders als beim „wahren“ Wert ist dagegen das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine „richtige“ Informationsbewertung durch den Markt unseres Erachtens nicht von Relevanz.

¹¹² A.A. Wasmann, AG 2023, S. 810 ff., wonach der Börsenkurs im konkreten Fall entweder allein maßgeblich sei oder gar keine Relevanz habe. Nach dieser Auffassung wäre der Börsenkurs vorliegend auch nicht als Untergrenze maßgeblich.

¹¹³ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

¹¹⁴ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630.

Ein Unterschreiten des Börsenkurses bei der Festlegung der Abfindung kommt nach unserem Verständnis der Rechtsprechung lediglich in Ausnahmefällen in Betracht, wenn

- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel der Aktie stattgefunden hat,
- einzelne Aktionäre aufgrund einer Marktmenge nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien am Markt zu veräußern, oder
- Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen.¹¹⁵

Als grundsätzlich nicht entscheidend wird gesehen, „ob es der Gesamtheit der außenstehenden Aktionäre möglich gewesen wäre, ihre Aktien zum Stichtag oder auch in einem überschaubaren Zeitraum zum festgestellten Börsenkurs zu verkaufen“.¹¹⁶ Auch soll es nicht darauf ankommen, wie sich der Börsenkurs verändert hätte, wenn „alle Minderheitsaktionäre gezwungen gewesen wären, ihre Beteiligung zu veräußern“.¹¹⁷

Für die Prüfung der freiwilligen Veräußerbarkeit werden in der Rechtsprechung, sofern ein Freiverkehrskurs überhaupt für maßgeblich gehalten wird, **auch bei rein im Freiverkehr gehandelten** Aktien die **Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung** als Indiz herangezogen.¹¹⁸ Ob ein Freiverkehrskurs als maßgeblich anzusehen ist, ist in der Rechtsprechung nicht abschließend geklärt.¹¹⁹

Unter Bezugnahme auf die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung scheidet eine Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung aus, wenn (1) an weniger als einem Drittel der Börsentage im Berechnungszeitraum Kurse festgestellt wurden und (2) mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als fünf Prozent voneinander abweichen. Der BGH hat hierzu klarstellend festgestellt, dass die zwei Kurssprünge von jeweils über 5 % an zwei unmittelbar hintereinander folgenden Tagen (mit Handel) vorliegen müssen.¹²⁰

Die Aktie der Vectron Systems wurde im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen, an 66 von 66 Tagen und somit an deutlich mehr als einem Drittel der Handelstage gehandelt. Insoweit kommt es auf die Untersuchung von Kurssprüngen vorliegend nicht an. Rein informativ ist festzuhalten, dass im relevanten Dreimonatszeitraum keine mehrfachen Kurssprünge aufeinanderfolgender Kurse um mehr als 5 % aufgetreten sind. Der Börsenkurs der Vectron Systems-Aktie kommt damit grundsätzlich als

¹¹⁵ Vgl. BGH, 12. März 2001, II ZB 15/00, NJW 2001, S. 2080, 2082.

¹¹⁶ OLG Stuttgart, 14. Februar 2008, 20 W 9/08, Tz. 50 (juris).

¹¹⁷ OLG Frankfurt, 30. März 2010, 5 W 32/09, Tz. 35 (juris).

¹¹⁸ Vgl. OLG Hamburg, 7. September 2020, 13 W 123/20, Tz. 30 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 33 (BeckRS); OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11, AG 2014, S. 822; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 91; LG Stuttgart, 8. Mai 2019, 31 O 25/13, Tz. 294 (BeckRS).

¹¹⁹ § 255 Abs. 5 Satz 1 AktG, wonach der Wert der gewährten Aktie ihrem Börsenkurs entspricht, gilt nur für börsennotierte Gesellschaften, erfasst den Freiverkehr also nicht.

¹²⁰ Vgl. BGH, 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18, Tz. 12 (BeckRS).

Untergrenze für die Abfindung in Betracht.

Bei einer analogen Anwendung der kumulativ zu erfüllenden Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung auf den vorliegenden Freiverkehrshandel stellt vorliegend der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs in Höhe von **EUR 10,93** die Untergrenze der angemessenen Abfindung dar.

Nach der Rechtsprechung des BGH wäre eine „**Hochrechnung**“ des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag 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.¹²¹

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.¹²² In der Rechtsprechung wird der „längere Zeitraum“ restriktiv gehandhabt und die Hochrechnung auf „unübliche“ Ausnahmefälle beschränkt. So hat das OLG Frankfurt eine Hochrechnung erst bei einem Zeitraum von mehr als sieben Monaten für erforderlich gehalten.¹²³

Zwischen der am 26. September 2024 erfolgten Veröffentlichung der Absicht einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 25. April 2025 werden sieben Monate liegen. Demgemäß bedarf es hier keiner Hochrechnung.

¹²¹ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

¹²² Vgl. zu Literaturnachweisen Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223.

¹²³ Vgl. OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19; offenbar gegen ein Hochrechnungserfordernis bei weniger als siebeneinhalb Monaten OLG Saarbrücken, 11. Juni 2014, 1 W 18/13.

5. Ertragswert

Die Schätzung der künftigen Erträge ist grundsätzlich mit gewissen Unsicherheiten hinsichtlich der Zukunftserwartungen behaftet. Hierbei sind Risiken und Chancen in gleicher Weise zu würdigen. Die tatsächlich erzielten Ergebnisse der Vergangenheit geben hierfür eine erste Orientierung.

5.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse

a) Allgemeines

Nachfolgend werden auf Basis der Konzernbilanzen sowie der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen der Vectron Systems der Jahre 2022 bis 2024 nach HGB die Erfolgsursachen der Vergangenheit analysiert.

Im Geschäftsjahr 2022 war acardo noch nicht Teil der Vectron Systems. Entsprechend hat die Vectron Systems für das Jahr 2022 auch keinen Konzernabschluss aufgestellt. Zu Vergleichszwecken haben wir acardo gleichwohl pro forma in die Vermögenslage sowie die Ertragslage der Vectron Systems-Gruppe einbezogen. Hierzu haben wir auf einen von RINKE TREUHAND GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft erstellten konsolidierten Pro forma-Abschluss der beiden damaligen acardo-Gesellschaften (acardo group AG und acardo activation GmbH) zum 31. Dezember 2022 abgestellt, den wir um eine Konsolidierung von Weiterberechnungen ergänzt haben. Zum 1. Januar 2023 wurde die acardo activation GmbH auf die acardo group AG verschmolzen.

Für 2023 hat die Vectron Systems einen Konzernabschluss nach IFRS aufgestellt, der allerdings nicht mit der nach HGB erstellten Planung vergleichbar ist. Wesentliche Unterschiede resultieren aus der Abbildung von Leasingverhältnissen sowie der Bilanzierung von Vermögenswerten und Schulden im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation der acardo GmbH. Für 2024 erstellt die Vectron Systems aufgrund ihres Einbezugs in den übergeordneten Konzernabschluss der Shift4 keinen Konzernabschluss.

Da somit keine HGB-Konzernabschlüsse der Vectron Systems-Gruppe verfügbar waren, haben wir in Abstimmung mit der Gesellschaft Pro-Forma-Konzernabschlüsse erstellt. Da zwischen der acardo und der Vectron Systems (mit Ausnahme der Weiterbelastung von Versicherungsprämien und Beraterkosten) keine Liefer- und Leistungsbeziehungen bestehen, ergeben sich die Pro-

Forma-Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung und die Pro-Forma-Konzern-Bilanz im Wesentlichen durch Summation der beiden HGB-Einzelabschlüsse. Ergänzend haben wir in Abstimmung mit der Gesellschaft eine überschlägige Kapitalkonsolidierung und Schuldenkonsolidierung vorgenommen. Grundlage unserer Analysen sind die geprüften Jahresabschlüsse der Vectron Systems der Jahre 2022 und 2023, der (von uns angepasste) konsolidierte Abschluss der acardo für das Jahr 2022, der geprüfte Jahresabschluss der acardo für das Jahr 2023 sowie für das Jahr 2024 die zum Zeitpunkt unserer Arbeiten noch ungeprüften Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen der beiden Gesellschaften.

Die im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Vectron Systems vorgenommene Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigungen dienen dem Zweck, in einem ersten Schritt die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse durchgeführten Bereinigungen wirken sich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswerts aus, da die Wertermittlung auf den Ergebnissen der zukünftigen Geschäftsjahre beruht und damit die bereinigten Ergebnisse der Vergangenheit lediglich Plausibilisierungszwecken dienen.

b) Vermögenslage

Nachfolgend wird die Vermögenslage der Vectron Systems zu den Abschlussstichtagen der Geschäftsjahre 2022 bis 2024 gemäß der Pro-Forma-Bilanzen nach HGB dargestellt.

Die Aktiva stellen sich wie folgt dar:

Vectron Systems-Gruppe	Pro-Forma 31.12.2022	Pro-Forma 31.12.2023	Pro-Forma 31.12.2024
	TEUR	TEUR	TEUR
Aktiva			
Immaterielle Vermögenswerte	1.018	1.418	1.520
Sachanlagen	1.066	979	1.080
Finanzanlagen	180	180	0
Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung	0	9.194	9.579
Anlagevermögen	2.265	11.772	12.180
Vorräte	3.771	3.275	3.066
Forderungen aus LuL	18.633	5.275	6.330
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	13	3	1
sonstige Vermögenswerte und Forderungen	2.651	3.289	2.128
Zahlungsmittel	13.517	8.648	15.250
Umlaufvermögen	38.585	20.490	26.775
ARAP	201	236	445
Latente Steuern	2.699	3.428	2.652
	43.749	35.925	42.051

Die **immateriellen Vermögenswerte** enthalten im Wesentlichen entgeltliche Softwarelizenzen, insbesondere die im Jahr 2021 erworbene Software der posmatic GmbH. Seit 2023 sind zudem selbstentwickelte Software sowie noch in der Entwicklung befindliche Software enthalten.

Die **Sachanlagen** umfassen im Wesentlichen Kassensysteme, die Vectron im Wege von wiederkehrenden Umsätzen an Endkunden vermietet (2024: TEUR 550). Daneben sind vor allem Büroausstattung (2024: TEUR 239) und EDV-Hardware (2024: TEUR 108) unter den Sachanlagen ausgewiesen.

Unter den **Finanzanlagen** ist der Beteiligungsbuchwert an der Vectron America ausgewiesen. Dieser wurde zum 31. Dezember 2024 vollständig wertberichtigt.

Der **Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung** resultiert aus der Pro-Forma-Konsolidierung der Beteiligungen der Vectron Systems an der acardo und der posmatic. Da der Erwerb der acardo erst zum 1. Januar 2023 erfolgte, weist der aus den Einzelabschlüssen abgeleitete Pro Forma-Konzernabschluss zum 31. Dezember 2022 noch keinen Unterschiedsbetrag auf. Der weitere Anstieg zum 31. Dezember 2024 resultiert aus der Aktivierung eines Teilbetrags des an die acardo-Verkäufer zu leistenden Earn-outs.

Die **Vorräte** setzen sich aus Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen zusammen, die ausschließlich als Ersatzteile für die anfallenden Reparatur- und Garantieleistungen der Vectron-Kassensysteme genutzt werden sowie auf fertige Kassensysteme. Der leichte Rückgang im Betrachtungszeitraum geht auf die Einstellung der Eigenfertigung und die damit einhergehende abnehmende Bedeutung von Handelswaren zurück.

Der deutliche Rückgang der **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** im Jahr 2023 beruht auf der Änderung des Clearing-Prozesses der acardo, bei dem die Couponing-Auszahlungen zuvor über die Konten der Gesellschaft gelaufen sind. Seit Mitte 2023 erfolgt das Clearing über Treuhandkonten, so dass die Gesellschaft keine Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen hierfür mehr ausweist. Die Entwicklung der Jahre 2023 und 2024 folgt weitgehend der Umsatzentwicklung der Gesellschaft.

Die **sonstigen Vermögenswerte und Forderungen** entfallen zum 31. Dezember 2024 ganz überwiegend (TEUR 1.865) auf ein Treuhandguthaben der acardo, das zur Abwicklung der Couponing-Ansprüche bei einem externen Treuhanddienstleister geführt wird.

Aktive latente Steuern resultieren aus den steuerlichen Verlustvorträgen der Gesellschaft.

Die **Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente** umfassen die liquiden Bank- und Kassenbestände. Der deutliche Rückgang im Jahr 2023 resultiert aus der Kaufpreiszahlung für den Erwerb der acardo. Der nachfolgende Anstieg im Jahr 2024 geht neben den Gewinnen der acardo maßgeblich auf die Kapitalerhöhung im Rahmen der Übernahme durch Shift4 zurück.

Die Passiva stellen sich wie folgt dar:

Vectron Systems-Gruppe	Pro-Forma 31.12.2022	Pro-Forma 31.12.2023	Pro-Forma 31.12.2024
	TEUR	TEUR	TEUR
Eigenkapital	22.035	22.103	27.161
Steuerrückstellungen	395	665	995
sonstige Rückstellungen	3.251	2.567	1.918
Rückstellungen	3.646	3.232	2.913
Kaufpreisverbindlichkeiten	0	2.201	2.706
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unt.	20	0	0
Verbindlichkeiten aus LuL	16.065	2.471	4.119
sonstige Verbindlichkeiten	1.983	1.419	5.153
Verbindlichkeiten	18.068	6.091	11.978
PRAP	0	4.499	0
	43.749	35.925	42.051

Der Anstieg des **Eigenkapitals** zum 31. Dezember 2024 ist im Wesentlichen auf die Kapitalerhöhung im Rahmen der Übernahme durch Shift4 zurückzuführen, die den Konzernjahresfehlbetrag des Jahres 2024 überkompensiert hat. Für Bewertungszwecke haben wir das oben in der Tabelle dargestellte Eigenkapital und die liquiden Mittel zum 31. Dezember 2024 um eine im März 2025 durchgeführte Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit der Ausübung von 10.000 Mitarbeiteraktienoptionen erhöht.

Die **Steuerrückstellungen** resultieren aus den Gewinnen der acardo. In dem Wert zum Ende 2024 sind auch Verpflichtungen aus Vorjahren enthalten.

Die **sonstigen Rückstellungen** betreffen im Wesentlichen Personalrückstellungen, Rückstellungen aus Coupon- und Cashback-Guthaben sowie Drohverlustrückstellungen und Rückstellungen für Fachhändler. Der Rückgang gegenüber dem hohen Wert zum Ende 2022 ist im Wesentlichen auf den Verbrauch der Rückstellungen für die Umstrukturierung im Rahmen des Programms „Fit For Future“ bei der Vectron Systems zurückzuführen.

Die **Kaufpreisverbindlichkeiten** betreffen die vertraglich noch zu leistenden Kaufpreiszahlungen für den Erwerb der acardo (Vendor Loan zum 31. Dezember 2024: TEUR 2.230) sowie den damit in Verbindung stehenden Earn Out. Der Anstieg im Jahr 2024 resultiert i.W. aus der erstmaligen Passivierung der Earn Out-Verbindlichkeit. Der hierbei berücksichtigte Betrag umfasst allerdings nur einen kleinen Teil der tatsächlich zu erwartenden Auszahlung. Diese ergibt sich aus der Höhe der gemittelten EBITs der acardo für die Geschäftsjahre 2024 und 2025 und kann daher erst nach Feststellung des Jahresabschlusses 2025 in voller Höhe bemessen werden. Auf

Basis des Ist-Ergebnisses der acardo für 2024 sowie der Planung für 2025 ist inklusive der noch anfallenden Verzinsung von einer Auszahlung für Kaufpreis und Earn Out-Verpflichtung von insgesamt rund EUR 10,3 Mio. auszugehen. Für Bewertungszwecke haben wir die Kaufpreisverbindlichkeiten in der Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2024 um den noch nicht passivierten Teil des Earn Outs erhöht (rund EUR 7,5 Mio.). Die Auszahlung erfolgt planmäßig nach Feststellung des Jahresabschlusses 2025 im Laufe des Jahres 2026.

Der Rückgang der **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** im Jahr 2023 ist korrespondierend zur Entwicklung der Forderungen auf die Umstellung des Clearing-Prozesses auf ein Treuhandmodell zurückzuführen.

Die **sonstigen Verbindlichkeiten** enthalten bis 2023 im Wesentlichen Verbindlichkeiten aus Steuern und Sozialversicherungsabgaben sowie kreditorische Debitoren. Der deutliche Anstieg zum 31. Dezember 2024 resultiert aus der Umgliederung einer Verpflichtung zur Rückzahlung eines Werbekostenzuschusses des früheren Kooperationspartners Epay für die Gewinnung weiterer Payment-Kunden in Höhe von rund EUR 4,0 Mio. aus dem passiven Rechnungsabgrenzungsposten. Die Kooperation hatte ursprünglich eine Laufzeit von fünf Jahren, innerhalb der der Werbekostenzuschuss über vermittelte Payment-Verträge abgearbeitet werden sollte. Mit der Übernahme durch Shift4 wurde die Zusammenarbeit mit Epay beendet. Entsprechend ist die zum 31. Dezember 2024 bilanzierte Restverbindlichkeit im Jahr 2025 zurückzuzahlen und wird unter den sonstigen Verbindlichkeiten ausgewiesen. Zum 31. Dezember 2023 erfolgte der Ausweis noch unter den **passiven Rechnungsabgrenzungsposten**.

c) Ertragslage

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung haben wir die Vergangenheitsergebnisse der Vectron Systems-Gruppe analysiert. Dazu haben wir die operativen Ergebnisse (Ergebnis vor Zinsen und Steuern, EBIT) um Sondereinflüsse bereinigt und auf diese Weise ein bereinigtes Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) abgeleitet. Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden.¹²⁴ Die Bereinigungen sind gesondert in der Zeile „Bereinigungen“ ausgewiesen.

¹²⁴ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25.

In der nachfolgenden Tabelle ist die **bereinigte Ertragslage** der Vectron Systems für die Geschäftsjahre 2022 und 2024 auf Basis der Pro-Forma-Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen nach HGB dargestellt.

Vectron Systems-Gruppe	Pro-Forma 2022	Pro-Forma 2023	Pro-Forma 2024	CAGR 22-24
	TEUR	TEUR	TEUR	in %
Umsatzerlöse	36.450	37.099	40.408	5,3%
Aktiviertete Eigenleistungen	7	514	566	n/a
Gesamtleistung	36.457	37.613	40.974	6,0%
Materialaufwand und Fachhändlerprovisionen	14.880	14.620	14.944	0,2%
Rohrertrag	21.577	22.992	26.030	9,8%
Sonstige betriebliche Erträge	733	433	212	-46,2%
Personalaufwand	15.379	14.061	15.403	0,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9.081	8.969	10.095	5,4%
Bereinigtes EBITDA	-2.150	395	744	n/a
Abschreibungen	827	987	1.298	25,3%
Bereinigtes EBIT	-2.977	-592	-554	-56,9%
Finanzergebnis	-83	22	112	n/a
EBT	-3.060	-570	-441	-62,0%
Ertragsteuern	58	196	-1.455	n/a
Neutrales Ergebnis	-1.997	847	-1.506	-13,2%
Konzernjahresergebnis	-4.999	473	-3.402	-17,5%

Wachstum

Umsatzerlöse 1,8% 8,9%

Gesamtleistung 3,2% 8,9%

in % der Gesamtleistung

Rohrertrag 59,2% 61,1% 63,5% Δ 22-24 4,3 pp

Sonstige betriebliche Erträge 2,0% 1,2% 0,5% -1,5 pp

Personalaufwand 42,2% 37,4% 37,6% -4,6 pp

Sonstige betriebliche Aufwendungen 24,9% 23,8% 24,6% -0,3 pp

Bereinigtes EBITDA -5,9% 1,1% 1,8% 7,7 pp

Bereinigtes EBIT -8,2% -1,6% -1,4% 6,8 pp

Konzernjahresergebnis -13,7% 1,3% -8,3% 5,4 pp

Die Vectron Systems-Gruppe weist im Geschäftsjahr 2023 nur ein geringes Umsatzwachstum von rund 1,8 % auf, während im Geschäftsjahr 2024 ein deutlich stärkeres Wachstum von rund 8,9 % erzielt wurde. Die folgende Übersicht gliedert die **Umsatzerlöse** auf die Vectron Systems (Geschäftsbereich „Point of Sales“) und die acardo (Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“) auf:

Vectron Systems-Gruppe	Pro-Forma 2022	Pro-Forma 2023	Pro-Forma 2024	CAGR 22-24
	TEUR	TEUR	TEUR	in %
Point of Sales	27.046	27.955	27.989	1,7%
<i>davon Einmalumsätze</i>	16.542	14.728	12.911	-11,7%
<i>davon wiederkehrende Umsätze</i>	10.504	13.227	15.077	19,8%
Couponing und Cashback	9.404	9.145	12.420	14,9%
<i>Umsatzanteil Point of Sales</i>	74,2%	75,4%	69,3%	
<i>Umsatzanteil Couponing und Cashback</i>	25,8%	24,6%	30,7%	
<i>Wachstumsrate Point of Sales</i>		3,4%	0,1%	
<i>Wachstumsrate Couponing und Cashback</i>		-2,8%	35,8%	

Auf den Geschäftsbereich „Point of Sales“ entfallen im Betrachtungszeitraum Umsätze von rund EUR 27-28 Mio. p.a. Dies entspricht einem im Zeitablauf abnehmenden Umsatzanteil zwischen rund 74 % bzw. 75 % in den Jahren 2022 und 2023 bzw. rund 69 % im Jahr 2024. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate im Geschäftsbereich „Point of Sales“ lag in den vergangenen Jahren bei rund 1,7 % p.a. Dagegen weist der Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ insbesondere dank eines sehr starken Wachstums im Jahr 2024 ein CAGR von 14,9 % p.a. auf. Der Umsatzanteil dieses Segments hat sich daher im Betrachtungszeitraum von rund 25 % auf rund 31 % erhöht.

Im Geschäftsbereich „**Point of Sales**“ unterscheidet Vectron zwischen Einmalumsätzen und wiederkehrenden Umsätzen. Die Einmalumsätze enthalten neben dem klassischen Verkauf von Kassensystemen und Zubehör an Fachhändler gegen Bezahlung eines einmaligen Kaufpreises auch die Umsatzerlöse aus Untermieterlösen (2024: TEUR 1.438), die die Gesellschaft im Rahmen eines Sale-and-Lease-Back-Modells mit anschließender Untervermietung der Kassen durch Vectron an Endkunden erzielt. In der drei- bzw. vierjährigen Laufzeit erhält Vectron Mieterlöse von den Endkunden, leistet seinerseits aber im Materialaufwand ausgewiesene Leasingzahlungen an die Finanzierungsgesellschaft. Mitte 2024 wurde das Sale-and-Lease-Back-Modell eingestellt, so dass diese Umsätze in der Zukunft mit dem sukzessiven Auslaufen der Altverträge vollständig zurückgehen werden.

Im gesamten Betrachtungszeitraum konnte das Segment „Point of Sales“ den Anteil der wiederkehrenden Umsätze stark steigern (CAGR 2022-2024: 19,8 % p.a.), was die strategischen Anstrengungen der Gesellschaft widerspiegelt, unabhängiger von Einmalverkäufen zu werden und den Deckungsbeitrag zu erhöhen. Hierzu haben die von der Gesellschaft angebotenen digitalen Dienstleistungen einen wesentlichen Anteil geleistet. Gegenläufig waren die Einmalumsätze kontinuierlich rückläufig (CAGR 2022-2024: -11,7 % p.a.). Dies geht maßgeblich auf die in Abschnitt 2.2 b) ab) beschriebene Entwicklung im Markt für Kassensysteme zurück, wonach der klassische Verkauf von Kassensystemen zunehmend durch Abonnement-Modelle sowie die Subventionierung durch Umsätze aus SaaS-Diensten und/oder Zahlungsdienstleistungsverträge ersetzt wird. Zukünftig wird sich das Umsatzverhältnis weiter in Richtung der wiederkehrenden Umsätze verschieben, da im Rahmen der Zusammenarbeit mit Shift4 das Absatzmodell der Vectron Systems – korrespondierend zur allgemeinen Marktentwicklung – zugunsten monatlicher Kassenmieten in Verbindung mit Provisionserträgen aus der Vermittlung von Zahlungsdienstleistungsverträgen anstelle von klassischen Einmalverkäufen geändert wurde.

Die Umsätze des Jahres 2022 waren im Segment „Point of Sales“ durch eine vergleichsweise schwache Entwicklung der Gastronomiebranche geprägt. Dies ging vor allem auf Kontaktbeschränkungen und phasenweise Schließungen als Folge der Corona-Pandemie, deutlich ausge dehnte Homeoffice-Regelungen der Unternehmen, die in Gastronomie und Bäckereien zum Ausbleiben von Kunden geführt haben, eine allgemeine Verunsicherung und Kriegsangst angesichts des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine und starke Preissteigerungen zurück. Im Laufe des Geschäftsjahres wurden die Lockerungen der abklingenden Corona-Beschränkungen durch eine deutlich verschlechterte konjunkturelle Entwicklung überlagert.

Die Auswirkungen der hohen Unsicherheit waren auch 2023 in Form einer geringen Konsum- und Investitionsneigung weiterhin spürbar. Zudem hat sich der Gastro-Sektor bis heute nicht voll von den Corona-bedingten Einschnitten erholt. Umsatz-Kennziffern und Anzahl der Betriebe lagen (und liegen) weiterhin unter dem Vor-Corona Niveau. Entsprechend konnte die Gesellschaft weniger Umsätze mit Kassensystemen erzielen als im Vorjahr. Dies konnte jedoch durch stark gewachsene wiederkehrende Umsätze überkompensiert werden. Hintergrund war die wachsende Bedeutung von Miet- und Software-as-a-Service-Modellen (v.a. im Direktvertrieb) der Wettbewerber, denen sich Vectron Systems mit ähnlichen Preismodellen angeschlossen hat. Darüber hinaus konnten die Umsätze mit digitalen Diensten aufgrund der gestiegenen Funktionalität der angebotenen Produkte weiter gesteigert werden.

Im Geschäftsjahr 2024 konnte der Bereich „Point of Sales“ seine Umsätze nur geringfügig steigern. Hintergrund sind vor allem die weiter rückläufigen Einmalumsätze aus Kassenverkäufen, auch weil für 2024 geplante Produkte nicht realisiert werden konnten. Zudem hatte eine bereits im Vorjahr konkretisierte Verkaufsfördermaßnahme in Form einer Hardwaresubvention bei gleichzeitigem Abschluss eines Digitale-Dienste-Pakets nicht die erhoffte positive Wirkung. Der reine Umsatz mit POS-Systemen (ohne Zubehör, Lizenzen, etc.) reduzierte sich 2024 gegenüber dem

Vorjahr i.W. mengenbedingt um rund EUR 1,7 Mio. Dagegen entwickelten sich die wiederkehrenden Umsätze 2024 weiter positiv. So konnten etwa die Umsätze aus digitalen Diensten um über EUR 2 Mio. gesteigert werden.

Das Geschäftsmodell im Segment „**Couponing und Cashback**“ basiert i.d.R. darauf, dass zwischen Lieferanten und einer Akzeptanzstelle Kampagnen organisiert werden. Das Geschäftsjahr 2022 war aufgrund von Produktions- und Lieferschwierigkeiten während der Corona-Krise noch negativ durch Verzögerungen beim Start von Kampagnen beeinflusst.

Obwohl diese Hemmnisse im Jahr 2023 keinen weitreichenden Einfluss mehr auf die durchgeführten Kampagnen hatten und Kundenaktivierungskampagnen in wirtschaftlich schwierigen Zeiten an Bedeutung gewinnen, gingen die Umsätze von acardo im Geschäftsjahr 2023 gegenüber dem Vorjahr um rund 2,8 % zurück. Dies wird vor allem auf unternehmensinterne Gründe wie die Kündigung der Vertriebsleitung sowie eine hohe Fokussierung der Geschäftsführung auf organisatorische Themen wie die Umstellung auf das Treuhandmodell der Clearing-Abwicklung zurückgeführt. Teilweise wurde das Geschäft mit einzelnen Kunden auch bewusst reduziert. Negativ wirkte außerdem, dass ein großer Kunde ab Mitte 2023 eigene Coupon-Aktivitäten für eine Region in Eigenregie durchgeführt hat.

Im Geschäftsjahr 2024 hat sich das Geschäft mit den Herstellern aufgrund einer Verbesserung der Vertriebssteuerung und einem wachsenden Markt durch die in Deutschland wirtschaftlich schwierige Situation gegenüber dem Vorjahr positiv entwickelt. Acardo konnte im Jahr 2024 zudem vom Ausbau des Check-Out Couponing Netzwerks profitieren, da viele Kampagnen für die EDEKA Zentrale umgesetzt wurden. Weiterer Wachstumstreiber war der stärkere Fokus der Händler auf Coupon-Apps, wodurch die Attraktivität bei Endkunden gesteigert werden soll. Die Kinoumsätze im Jahr 2024 profitieren weiterhin vom Kulturpass der Bundesregierung, der zwar ganzjährig einen Deckungsbeitrag generiert hat, allerdings etwas hinter den ursprünglichen Erwartungen zurückgeblieben ist. Im Jahr 2024 konnten zudem weitere namhafte Kunden für Gutscheine-Aktionen gewonnen werden. Bei den Apotheken konnte acardo im Geschäftsjahr 2024 das Netzwerk gegenüber dem Vorjahr deutlich ausbauen, was insbesondere auf die deutschlandweite Apotheken-Tour zurückzuführen ist, an der eine Vielzahl an Apothekern und pharmazeutisch-technischen Assistenten teilgenommen und den acardo Stand und Vorträge besucht hat. Wachstumshemmend wirkt hier allerdings, dass der Kassenhersteller ADG noch keine fertige Couponing Lösung für den Apothekenmarkt bereitgestellt hat und für Hersteller noch keine deutschlandweit flächendeckende Kampagne mit elektronischem Clearing stattfinden konnte. Im Ergebnis konnte acardo seine Umsätze im Geschäftsjahr 2024 um rund 35,8 % gegenüber dem Vorjahr steigern.

Die Umsatzerlöse des Segments „Couponing und Cashback“ enthalten im Jahr 2024 eine Zahlung des Couponing-Dienstleisters Catalina in Höhe von EUR 1,9 Mio. Hintergrund ist die seit 2012 bestehende Zusammenarbeit zwischen acardo und Catalina im Bereich des Check-Out-

Couponings. Catalina ist jedoch Anfang 2024 aus dem deutschen Markt ausgetreten und hat den genannten Betrag im Wege einer Kündigungsvereinbarung an acardo geleistet. Acardo hat für die Kunden von Catalina die erforderlichen Leistungen noch bis Ende 2024 erbracht. Auskunftsgemäß entspricht die geleistete Zahlung im Wesentlichen dem Betrag, den acardo auch bei weiterem Fortbestehen der Geschäftsbeziehung im Jahr 2024 hätte vereinnahmen können. Für die Zukunft muss acardo die bisher von Catalina betreuten Kunden durch eigene Vertriebsleistungen akquirieren.

Der **Materialaufwand** umfasst im Geschäftsbereich „Point of Sales“ im Wesentlichen den Einkauf von Waren für die Kassensysteme der Vectron Systems, Serviceentgelte und Transaktionsgebühren für Paymentprovider sowie die Mietaufwendungen im Zusammenhang mit dem Sale-and-Lease-Back von Kassensystemen inklusive der zugehörigen Vergütung der Fachhändler für die Einrichtung dieser Kassen beim Endkunden. Im Zusammenhang mit dem Verkauf von Kassensystemen fallen im Geschäftsbereich „Point of Sales“ zudem Provisionszahlungen an die Fachhändler an. Nach den handelsrechtlichen Vorschriften sind letztere unter den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu erfassen. Da die Fachhändlerprovisionen ökonomisch aber stark von den Umsatzerlösen mit Kassensystemen abhängen, haben wir sie zu Darstellungszwecken in die Position „Materialaufwand und Fachhändlerprovisionen“ umgegliedert. Dies ermöglicht eine aussagekräftigere Entwicklung der auf die Gesamtleistung bezogenen Quoten des Materialaufwands und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Zeitablauf und deckt sich mit dem Planungsansatz der Gesellschaft, der die umsatzbezogenen Kosten („Costs of Goods Sold“) ebenfalls gemeinsam betrachtet und nur für HGB-Zwecke die Fachhändler-Provisionen aus der Gesamtsumme herauslöst. Die Umgliederung hat keine Auswirkungen auf die Höhe des operativen Ergebnisses oder die Bewertung. Im Geschäftsjahr 2024 belaufen sich die Fachhändlerprovisionen auf rund TEUR 5.378.

Im Segment „Couponing und Cashback“ umfasst der Materialaufwand im Wesentlichen die extern beauftragten Kosten für das Design der Marketingkampagnen und die Programmierung und Integration in die Kassensysteme, Kosten für Druck und Versand physischer Coupons sowie Nutzungsgebühren für die angeschlossenen Fremdapps.

Im Betrachtungszeitraum war der (bereinigte) Materialaufwand trotz steigender Konzernumsätze leicht rückläufig von rund EUR 14,9 Mio. auf EUR 14,6 Mio. Entsprechend ging die Materialaufwandsquote kontinuierlich zurück. Gegenläufig stieg die Rohertragsmarge von 59,2 % im Jahr 2022 auf 63,5 % im Jahr 2024. Hintergrund für diese Entwicklung sind zum einen die Entwicklungen innerhalb der Geschäftsbereiche „Point of Sales“ und „Couponing und Cashback“, zum anderen Verschiebungen in deren Umsatzanteilen.

Im Jahr 2023 geht der Anstieg der Rohertragsmarge vor allem auf Entwicklungen innerhalb der Geschäftsbereiche zurück. So führte im Bereich „Point of Sales“ die wachsende Relevanz digitaler Dienstleistungen zu einem Anstieg der Rohertragsmarge, da diesen Dienstleistungen deutlich

geringere umsatzabhängige Kosten gegenüberstehen als dem Verkauf von physischen Kassensystemen. Mit rückläufigen Einmalverkäufen von Kassensystemen gingen auch die Bezugskosten hierfür zurück. Gleichzeitig konnte im Segment „Couponing und Cashback“ die Rohertragsmarge im Geschäftsjahr 2023 dank einer Verschiebung hin zu margenträchtigeren Umsätzen deutlich erhöht werden. Beides erklärt die steigende Rohertragsmarge im Jahr 2023.

Im Geschäftsjahr 2024 erklärt sich der Anstieg der Rohertragsmarge dagegen hauptsächlich durch die Verschiebung der Umsatzanteile der beiden Segmente zueinander. Das Segment „Couponing und Cashback“ erfordert geschäftsmodellbedingt einen deutlich geringeren Bezug von Materialien und Fremdleistungen als der Verkauf von Kassensystemen. Entsprechend weist der Bereich „Couponing und Cashback“ eine deutlich geringere Materialaufwandsquote bzw. eine deutlich höhere Rohertragsmarge auf als der Bereich „Point of Sales“. Im Jahr 2024 führte das deutlich stärkere Wachstum im Segment „Couponing und Cashback“ zu einer Umsatzverschiebung und damit zu einem stärkeren Gewicht der höheren Rohertragsmarge. Gleichzeitig konnte auch der Bereich „Point of Sales“ dank einer weiter gewachsenen Bedeutung der Erlöse aus digitalen Diensten zu einer steigenden Rohertragsmarge beitragen.

Der **Personalaufwand** ist im Jahr 2023 gegenüber dem Vorjahr um rund EUR 1,3 Mio. gesunken und im Geschäftsjahr 2024 um nahezu denselben Betrag wieder angestiegen. Dies geht maßgeblich auf die Entwicklung im Geschäftsbereich „Point of Sales“ zurück, wohingegen der Personalaufwand im Segment „Couponing und Cashback“ in den vergangenen drei Jahren nahezu stabil war – auch dank einer fehlenden Besetzung von Führungskräften, die sich in zusätzlichen Beratungsaufwendungen niedergeschlagen hat (vgl. die nachstehenden Ausführungen zu den sonstigen betrieblichen Aufwendungen).

Hintergrund der zunächst rückläufigen und anschließend wieder steigenden Personalaufwendungen im Segment „Point of Sales“ ist die Umsetzung des Restrukturierungsprogramms „Fit For Future“, in dessen Zuge die Gesellschaft im Jahr 2023 ihren Personalbestand um etwa 10 % reduziert hat. Im Jahr 2024 führten dagegen notwendige individuelle Gehaltsanpassungen, teurere Nachbesetzungen ausgeschiedener Mitarbeiter sowie die Zahlung einer einmaligen Sonderzuwendung zu einem deutlich gestiegenen Personalaufwand.

Die bereinigten **sonstigen betrieblichen Erträge** enthalten im Geschäftsjahr 2024 im Wesentlichen Sachbezüge aus der Kfz-Überlassung. Die höheren Beträge der Vorjahre gehen im Wesentlichen auf eine Vielzahl kleinerer Positionen wie die Auflösung von Pauschalwertberichtigungen, Provisionsrückrechnungen, Erstattungen nach dem Aufwandsausgleichsgesetz oder ähnliches zurück, für die wir aus Wesentlichkeitsgründen auf eine Bereinigung verzichtet haben.

Die bereinigten **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** entfallen im Wesentlichen auf Verwaltung, Mietaufwendungen, Marketingkosten, Wertminderungen und Forderungsverluste, Instandhaltungen sowie Personalbeschaffungskosten und Fahrzeugkosten. Die im handelsrechtlichen

Jahresabschluss der Vectron Systems ebenfalls in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthaltenen Provisionen für Fachhändler, die im Geschäftsbereich „Point of Sales“ im Zusammenhang mit dem Verkauf von Kassensystemen über Fachhändler zu leisten sind, haben wir wie vorstehend beschrieben in die Position „Materialaufwand und Fachhändlerprovisionen“ umgegliedert.

Die verbleibenden sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren in den Jahren 2022 und 2023 nahezu konstant bei rund EUR 9 Mio. Dagegen war für 2024 ein Anstieg auf rund EUR 10,1 Mio. zu verzeichnen. Neben einem vor allem auf erhöhte Wertberichtigungen zurückgehenden leichten Anstieg im Geschäftsbereich „Point of Sales“ war vor allem das Segment „Couponing und Cashback“ für den Anstieg verantwortlich. Hier trugen zusätzliche Fremdleistungen im Zusammenhang mit einer temporären externen Besetzung der CFO- und Vertriebsleiterposition sowie doppelte Mietaufwendungen als Folge des Umzugs in das neue Bürogebäude der acardo maßgeblich zu dem Anstieg bei.

Das bereinigte operative Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (**EBITDA**) konnte in den vergangenen drei Jahren kontinuierlich gesteigert werden. Die bereinigte EBITDA-Marge beläuft sich im Geschäftsjahr 2024 auf +1,8 % nach -5,9 % im Jahr 2022 und +1,1 % im Jahr 2023. Einem deutlichen Ergebnisanstieg im Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ steht allerdings ein durchgängig negativer EBITDA-Beitrag des Segments „Point of Sales“ gegenüber.

Die um die Wertberichtigung der Beteiligung an der Vectron America bereinigten **Abschreibungen** betreffen neben der eigenen Büroausstattung und sonstigen Sachanlagen vor allem die Abschreibung von Softwarelizenzen und aktivierten Eigenleistungen sowie die Abschreibung von Kassensystemen und Peripheriegeräten, die im Abonnementmodell an Endkunden vermietet werden und im Eigentum der Vectron Systems stehen.

Die Abschreibungen sind in den vergangenen drei Jahren kontinuierlich angestiegen. Dies ist im Wesentlichen durch Entwicklungen im Segment „Point of Sales“ bedingt. Im Geschäftsjahr 2023 lagen die Abschreibungen auf Kassensysteme durch die zunehmende Nutzung des Abonnement-Modells um rund TEUR 276 über dem Vorjahreswert. 2024 führte dagegen vor allem die im Vorjahr erstmalig vorgenommene Aktivierung von Entwicklungsleistungen zu einem Anstieg der Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte. Daneben sind die Abschreibungen im Jahr 2024 auch durch eine erhöhte Abschreibung auf Softwarelizenzen bei acardo angestiegen.

Das bereinigte operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) folgt im Wesentlichen der Entwicklung des EBITDA, war jedoch in allen drei Betrachtungsjahren negativ. Die bereinigte EBIT-Marge lag im Geschäftsjahr 2024 bei -1,4 %.

Das **Finanzergebnis** resultiert im Wesentlichen aus den Anlagezinsen für die liquiden Mittel der Gesellschaft. Korrespondierend zum gestiegenen Zinsniveau und dem höheren Bestand an

Zahlungsmitteln ist das Finanzergebnis im Zeitablauf angestiegen. Gegenläufig fallen seit 2023 Zinsaufwendungen in Höhe von 6 % p.a. auf die Kaufpreisverbindlichkeiten aus dem Erwerb der acardo an.

Die in allen Betrachtungsjahren positiven **Ertragsteuern** ergeben sich als Saldogröße aus der laufenden Besteuerung der Gewinne der acardo (Steueraufwand) und der Veränderung der latenten Steuern aus der Aktivierung von latenten Steuern auf steuerliche Verlustvorträge bei der Vectron Systems (in 2022 und 2023 ein Steuerertrag, in 2024 ein Steueraufwand).

Für das **neutrale Ergebnis** verweisen wir auf die Ausführungen im folgenden Abschnitt „Bereinigungen“.

Das **Konzernjahresergebnis** der Vectron Systems-Gruppe war lediglich im Jahr 2023 leicht positiv, was auf die Gewinne der acardo zurückging. In den übrigen Jahren wurden diese von den Jahresfehlbeträgen der Vectron Systems überkompensiert.

Bereinigungen

Die nachfolgende Übersicht zeigt die von uns vorgenommenen Bereinigungen.

Vectron Systems-Gruppe	Pro Forma 2022	Pro Forma 2023	Pro Forma 2024
	TEUR	TEUR	TEUR
Neutrale Erträge			
Weiterberechnungen an Kunden und Cashback	1.956	1.486	1.481
Zahlungseingang Forderung		259	
Auflösung Rückstellungen / Ausbuchung Verbindlichkeiten	54	484	522
Periodenfremde Erträge		1.130	156
Wechselkursgewinne	67	42	79
Summe neutrale Erträge	2.076	3.400	2.238
Neutrale Aufwendungen			
Weiterberechnungen an Kunden und Cashback	1.907	1.404	1.491
Wertberichtigung DDW-Forderungen	230	199	570
Beratungsaufwand Corporate Finance	288	531	838
Kosten der Börsennotierung	148	148	159
Aufwendungen Fit For Future	1.500	40	
Implementierungsaufwand Treuhandverfahren bei acardo		120	
Wechselkursverluste		57	80
Periodenfremde Aufwendungen		54	426
Abschreibung Beteiligungsbuchwert VECTRON America			180
Summe neutrale Aufwendungen	4.074	2.553	3.744
Neutrales Ergebnis	-1.997	847	-1.506

Im Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ enthalten die Umsätze auch Positionen, die acardo ohne nennenswerte Marge weiterverrechnet („**Weiterberechnungen an Kunden und Cashback**“). Hierzu zählen bspw. Dekorateurs-Leistungen, die von fremden Dienstleistern für acardo-Kunden erbracht werden oder Cashback-Zahlungen, die zwar im Umsatz und im Materialaufwand der acardo ausgewiesen werden, allerdings in nahezu gleicher Höhe. Die Planungsrechnung der Gesellschaft berücksichtigt diese sich im Wesentlichen ausgleichenden „durchlaufenden Posten“ nicht, da sie keine Auswirkungen auf das Ergebnis der Gesellschaft haben. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Umsatzentwicklung und Materialaufwandsquote mit der Planungsrechnung herzustellen, haben wir diese Weiterberechnungen und Cashback-Zahlungen aus den Vergangenheitszahlen eliminiert (sowohl im Umsatz als auch bei den Materialaufwendungen).

Die Umsatzerlöse des Jahres 2023 enthalten einen periodenfremden Ertrag in Höhe von TEUR 259 im Zusammenhang mit einem **Zahlungseingang einer Forderung**.

Die **Auflösung von Rückstellungen** betrifft 2023 in Höhe von TEUR 401 die im Jahr 2022 gebildete Rückstellung für das Restrukturierungsprogramm „Fit For Future“. Im Jahr 2024 ist die Auflösung einer Rückstellung für Rechtsstreitigkeiten in Höhe von TEUR 110 enthalten. Bei den restlichen Beträgen handelt es sich um kleinere Sachverhalte von unwesentlicher Größenordnung.

Die **periodenfremden Erträge** des Jahres 2023 betreffen in Höhe von TEUR 595 den Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ und entfallen auf eine Leistungsverpflichtung gegenüber einem Industriekunden sowie die Verjährung von Rabatt-Coupons. Darüber hinaus sind Forschungszuschüsse in Höhe von TEUR 269, die die Jahre 2020 und 2021 betreffen, sowie die Rücknahme von Wertberichtigungen auf Kundenforderungen (TEUR 135) enthalten. Bei den restlichen Beträgen handelt es sich um kleinere Sachverhalte von unwesentlicher Größenordnung.

Wechselkursgewinne und **Wechselkursverluste** fallen in nahezu gleicher Höhe auf einem unwesentlichen Niveau an. Wir haben diese aus Gründen der Vergleichbarkeit bereinigt, da die Planungsrechnung keine Ergebnisbeiträge aus Wechselkursen berücksichtigt.

Wertberichtigungen auf DDW-Forderungen betreffen Vertriebsunterstützungsmaßnahmen, die im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Kassensystemen der „Duratec Digital World“ als Vorauszahlungen an verschiedene Fachhandelspartner gewährt wurden und die durch Gutschriften aus dem Verkauf von Kassensystemen im DDW-Programm zurückbezahlt werden sollten. Aufgrund des mäßigen Erfolgs dieses Programms wurden der DDW-Vertrieb 2024 komplett eingestellt und die Forderungen vollständig wertberichtigt.

Unter den **Beratungsaufwendungen für Corporate Finance**-Themen haben wir die Rechts- und Beratungshonorare im Zusammenhang mit verschiedenen Strukturmaßnahmen (Kapitalerhöhung, IFRS-Einführung, acardo-Akquisition, Shift4-Übernahme, Delisting) zusammengefasst.

Da die Gesellschaft Ende September 2024 ein Delisting vollzogen hat, sind in der Planung keine **Kosten der Börsennotierung** mehr enthalten. Korrespondierend hierzu haben wir zu Vergleichszwecken die in den vergangenen Jahren hierfür angefallenen Beträge eliminiert.

Bei den Aufwendungen im Zusammenhang mit dem **Restrukturierungsprogramm „Fit For Future“** handelt es sich um einen außergewöhnlichen Sachverhalt, den wir aus dem Personalaufwand bereinigt haben.

Periodenfremde Aufwendungen enthalten im Jahr 2024 vor allem Zinszahlungen sowie ausgebuchte Rechnungen im Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“.

Zum 31. Dezember 2024 hat die Gesellschaft ihre Beteiligung an der nicht konsolidierten Tochtergesellschaft **Vectron America** (80 %-Beteiligung) vollständig wertberichtigt. Hintergrund ist der Umstand, dass der mit dieser Gesellschaft verfolgte Aufbau eines Nordamerika-Geschäfts seit der Übernahme durch Shift4 nicht weiterverfolgt wird. Bereits zuvor hatte die Gesellschaft keine Erträge erzielen können. Die Gesellschaft war seit Jahren defizitär.

5.2. Planungsrechnung

a) Beschreibung des Planungsprozesses

Die Planungsrechnungen der Vectron Systems und der acardo umfassen jeweils eine Gewinn- und Verlustrechnung vom Umsatz bis zum Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen („EBITDA“) für einen Zeitraum von drei Jahren. Darüber hinaus hat die Gesellschaft eine Investitionsplanung sowie eine Abschreibungsplanung für die Vectron Systems erstellt.

Der jährliche Planungsprozess der Vectron Systems beginnt im August/September mit der Aktualisierung der Produkt- und Projekt-Roadmap. Auf deren Basis erfolgt ab September eine Absatz-, Umsatz- und Rohertragsplanung. Die Gesellschaft plant hierzu auf Monatsbasis auf Ebene einzelner Produkte die erwarteten Absatzmengen und -preise sowie die erwarteten Deckungsbeiträge. Hierbei wird zwischen Einzelverkäufen („Single Time Business“), vor allem aus dem Verkauf von Kassensystemen und Zubehör, und wiederkehrenden Umsätzen („Recurring Sales“), insbesondere aus der Vermietung von Kassensystemen sowie aus digitalen Dienstleistungen, unterschieden. Die vorliegende Vertriebsplanung berücksichtigt die Auswirkungen der gemeinsamen Geschäftsentwicklung mit Shift4 in der Planungsrechnung („Vectron Smart“).

Die Umsatz- und Rohertragsplanung wird im Oktober um eine Planung der Personal- und sonstigen Betriebskosten ergänzt. Für das auf den Planungsprozess folgende Budgetjahr basiert die Kostenplanung dabei auf Prognosen für die einzelnen Kostenstellen. Die Kostenplanung folgt den strategischen Zielvorgaben der Gesellschaft, berücksichtigt gleichzeitig aber auch erkennbare Sondersachverhalte. Die Kostenstellenplanung erfolgt nach einem Gegenstromverfahren, bei dem die Vorschläge der Kostenstellenverantwortlichen durch das Top-Management geprüft und soweit erforderlich angepasst werden. Für die Folgejahre erfolgt die Kostenplanung anhand einer annahmengestützten Fortschreibung auf Ebene des Controllings.

Auf dieser Basis liegt planmäßig Ende November eine diskussionsreife Gesamtplanung vor, die dann im Zusammenspiel mit dem Vorstand verschiedenen Szenarien und Optimierungen unterworfen wird. Das erste Planjahr weist dabei einen hohen Detaillierungsgrad auf, während die

beiden weiteren Jahre aus Sicht des Vorstands Projektionen darstellen. Zusammen ergeben sie die bei der Vectron Systems übliche Dreijahres-Vorschau.

Parallel zur Planung der Vectron Systems erstellt die acardo ihre Budget- und Mehrjahresplanung. Diese umfasst vorliegend den Zeitraum bis 2027. Sie basiert umsatzseitig auf Prognosen für die verschiedenen Absatzbranchen. Für das Budgetjahr erfolgt die Planung auf Monatsebene, für die Folgejahre 2026 und 2027 erfolgt eine pauschale Fortschreibung auf Jahresbasis. Die Kostenplanung für das Budgetjahr 2025 wurde auf Kostenstellenebene vorgenommen und auf Basis pauschaler Annahmen für die Folgejahre fortentwickelt. Die Planungsrechnung wird anschließend vom acardo-Management mit dem Vorstand der Vectron Systems diskutiert.

Die vom Vorstand der Vectron Systems verabschiedete Planungsrechnung der Jahre 2025 bis 2027 wurde am 18. Dezember 2024 dem Aufsichtsrat vorgestellt. Formal erfolgte durch den Aufsichtsrat eine Verabschiedung des Budgetjahres 2025. Die weiteren Planjahre wurden vom Aufsichtsrat zur Kenntnis genommen.

Bei der Unternehmensbewertung sind alle Informationen zu berücksichtigen, die bei angemessener Sorgfalt am Bewertungsstichtag für die Entscheidungsträger erkennbar gewesen wären und deren Kenntnis den Unternehmenswert beeinflusst hätte. Vor dem Hintergrund seither gewonnener Erkenntnisse sowie zur vollständigen Abbildung des über das Jahr 2027 hinausgehenden Transformationsprozesses bei der Vectron Systems war für den Geschäftsbereich „Point of Sales“ vorliegend eine Planungsaktualisierung der Jahre 2025 bis 2027 sowie insbesondere eine Planungsverlängerung erforderlich. Planungsaktualisierungen im Hinblick auf die Erstellung der Unternehmensbewertung zum Bewertungsstichtag sind in der Praxis üblich und grundsätzlich unbedenklich.¹²⁵

Das Geschäftsmodell der Vectron Systems unterliegt seit der Übernahme durch Shift4 einer starken Veränderung. Hintergrund ist die zunehmende Verschiebung der Umsatzerzielung weg von Einmalerlösen aus dem Verkauf von Kassensystemen in Verbindung mit wiederkehrenden Erlösen aus dem Verkauf von digitalen Diensten, hin zu Erlösen aus Bündelgeschäften aus Vectron- und Shift4-Produkten. Bei diesem als „Vectron SMART“ bezeichneten Angebot überlässt Vectron dem Endkunden Kassensysteme und Payment-Terminals gegen eine vergleichsweise geringe monatliche Miete, die digitalen Dienste werden sogar kostenlos bereitgestellt. Bedingung hierfür ist der gleichzeitige Abschluss eines Zahlungsdienstleistungsvertrags der Endkunden mit Shift4, für den Vectron eine Vermittlungsprovision von Shift4 erhält. Durch den Übergang auf das neue Geschäftsmodell wird es in den kommenden Jahren zu einem länger andauernden Transformationsprozess in der Umsatzerzielung der Gesellschaft kommen, ehe das neue Zielbild der Gesellschaft erreicht sein wird. Vor dem Hintergrund der deutlichen Verschiebung im Geschäftsmodell

¹²⁵ Vgl. OLG Zweibrücken, 14. August 2018, 9 W 4/14, Beschlusstext S. 21; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16, Beschlusstext S. 7.

der Vectron Systems hat sich der Vorstand dazu entschieden, für Zwecke der vorliegenden Bewertung den Planungszeitraum für die Planung der Vectron Systems bis zum Jahr 2031 zu verlängern. Die Planungsverlängerung trägt dem Umstand Rechnung, dass nach Einschätzung des Vorstands bis zu diesem Zeitpunkt der Transformationsprozess abgeschlossen sein und die Vectron Systems ihren neuen eingeschwungenen Zustand erreicht haben wird. Technisch handelt es sich bei den Jahren 2028 bis 2031 um eine Fortschreibung des Vertriebsplanungsmodells sowie der Kostenplanung.

Nach Einschätzung des Vorstands stellt der für acardo geplante Zustand des Jahres 2027 eine geeignete Basis für die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses dar. Wir teilen grundsätzlich diese Einschätzung. Soweit nach unserer Einschätzung einzelne Wachstumseffekte noch über das Jahr 2027 hinausreichen, haben wir diese barwertäquivalent in einer Annuität des Jahres 2028 abgebildet. Um einen einheitlichen Planungshorizont zu schaffen, haben wir die Planung der acardo in den Folgejahren ab 2029 in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate bis zum Jahr 2031 fortgeschrieben.

In Abstimmung mit der Gesellschaft haben wir die bis 2031 verlängerten Planungsrechnungen der Vectron Systems und der acardo zu einer Konzernplanung verdichtet. Die Abschreibungen, das Finanzergebnis sowie die Ertragsteuern haben wir in Abstimmung mit dem Vorstand gutachterlich in einem integrierten Planungsmodell ergänzt. In Gesprächen und in Abstimmung mit dem Vorstand haben wir ausgehend von der Konzernbilanz zum 31. Dezember 2024 zudem eine Fortentwicklung der Bilanzposten sowie der Cashflowrechnung auf konsolidierter Gruppenebene vorgenommen.

Die unserer Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung umfasst somit die Jahre 2025 bis 2031. Der Vorstand der Vectron Systems hat uns bestätigt, dass die der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Planungsrechnung, die zugrunde liegenden Planannahmen sowie die mit der Planung einhergehenden Erläuterungen seinen Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Erträge, Aufwendungen und Cashflows entsprechen.

Die aktualisierte Planungsrechnung der Vectron Systems (Geschäftsbereich „Point of Sales“) für das Geschäftsjahr 2025 sowie die Projektion auf die Folgejahre bis einschließlich 2031 wurden vom Vorstand der Vectron Systems am 21. März 2025 verabschiedet. Der Aufsichtsrat hatte diese bereits am 20. März 2025 zustimmend zur Kenntnis genommen. Der entsprechende Aufsichtsratsbeschluss soll am 24. März 2025 formal gefasst werden. Ein Entwurf des Aufsichtsratsbeschlusses lag uns vor. Die Planung der acardo (Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“) für die Geschäftsjahre 2025 bis 2027 entspricht unverändert der am 18. Dezember 2024 vom Aufsichtsrat der Gesellschaft zur Kenntnis genommenen Fassung.

b) Plan-Ist-Vergleich

Historische Planungsrechnungen spiegeln die damaligen Erwartungen des Managements zur Entwicklung des Unternehmens wider. Diese sind nicht unabhängig von dem mit der Planung verfolgten Zweck. Dieser kann auch darin bestehen, Zielgrößen zu definieren. Die Analyse der Planungstreue erfolgt durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den Ist-Ergebnissen sowie einer Ursachenanalyse der Abweichungen. Dies kann zu einer Einschätzung darüber führen, ob die Planungen in der Vergangenheit gegebenenfalls zu optimistisch bzw. zu pessimistisch oder realistisch waren.¹²⁶ Neben Plan-Ist-Vergleichen für mehrere Einzeljahre kann auch ein Vergleich der letzten jeweiligen Mehrjahresplanungen durchgeführt werden.

Zur Analyse der Planungstreue haben wir für die beiden Geschäftsbereiche „Point of Sales“ und „Couponing und Cashback“ jeweils die zum Ende der Geschäftsjahre 2021 bis 2023¹²⁷ erstellten Budgets und Mehrjahresprojektionen für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 den jeweiligen (bereinigten) Ist-Zahlen gegenübergestellt. Zwar wurde acardo erst Anfang 2023 von Vectron Systems übernommen, so dass die Planungen aus Ende 2021 (für die Jahre 2022 ff.) und Ende 2022 (für das Jahr 2023¹²⁸) noch aus einer Zeit vor der Übernahme durch die Vectron Systems stammen. Das operative Management von acardo ist allerdings seither unverändert, so dass wir eine Analyse historischer Planungsrechnungen im vorliegenden Fall auch für die Zeit vor Konzerneinbezug für aussagekräftig halten.

Ermittelt wurden dabei jeweils die Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse sowie des EBITDA. Die linke Spalte unserer nachfolgenden Übersichten bezeichnet hierbei immer das Jahr der Planungserstellung (z. B. 2021) für die sich jeweils anschließenden Planungsjahre (in diesem Fall somit 2022 bis 2024¹²⁹). Grüne Felder zeigen eine Planübererfüllung an, rote Felder eine negative Planabweichung. Für Umsatzerlöse geben wir die Abweichung jeweils in % des Planwerts an. Für das EBITDA stellen wir die Plan-Ist-Abweichungen dagegen in absoluten Euro-Beträgen dar. Hintergrund hierfür ist zum einen die Vermengung von positiven (i.d.R. im Rahmen der Plan-Ergebnisse) und negativen (i.d.R. bei den Ist-Ergebnissen) Vorzeichen sowie zum anderen der Umstand, dass einzelne Plan-EBITDAs vergleichsweise nahe bei null liegen, wodurch relativ (d.h. in Prozentzahlen) bemessene Abweichungen schnell sehr hohe Prozentwerte annehmen, ohne dass dies eine wesentliche absolute Abweichung indizieren muss.

¹²⁶ Vgl. OLG Düsseldorf, 9. Mai 2022, 26 W 3/21, Tz. 41 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS); OLG München, 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20, Tz. 109 (BeckRS).

¹²⁷ Die Planung für das Jahr 2024 wurde erst am 1. Februar 2024 dem Aufsichtsrat vorgestellt.

¹²⁸ Die uns vorliegende Planung der acardo von Ende 2022 enthält lediglich Angaben zum Umsatz und EBITDA des Jahres 2023.

¹²⁹ Unsere Analyse kann dabei naturgemäß nur den Zeitraum bis einschließlich des letzten Ist-Jahres, hier also 2024, umfassen.

Für das **Segment „Point of Sales“** stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen bei den Umsatzerlösen (in % des Planwerts) wie folgt dar:

Δ Umsatzerlöse (%)		Planjahr		
		2022	2023	2024
Planung	2021	-31,4%	-32,2%	-34,1%
	2022		3,7%	-12,3%
	2023			-14,1%

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse zeigt zunächst, dass die Ende 2021 erstellte Planungsrechnung in allen Planjahren um über 30 % verfehlt wurde. Dies geht zum Teil darauf zurück, dass 2021 auch aufgrund eines positiven Einflusses durch geänderte fiskalische Anforderungen das Jahr mit dem höchsten Umsatz der Firmengeschichte darstellte und die Ausgangsbasis der Planerstellung entsprechend hoch war. Außerdem wiesen die Planungsrechnungen in der früheren Vergangenheit regelmäßig einen ambitionierten Charakter auf, der häufig nicht erreicht werden konnte.

Seit 2022 verfolgt die Gesellschaft auskunftsgemäß einen ausgewogeneren Planansatz, was sich darin spiegelt, dass trotz eines schwachen Marktumfelds die Planumsätze 2023 um rund 3,7 % übererfüllt werden konnten. Für das Jahr 2024 weist dagegen sowohl die Planung aus Ende 2022 (dort das zweite Planjahr) als auch die Planung aus Ende 2023 (dort das erste Planjahr) eine Planverfehlung von 12-14% auf. Dies geht vor allem auf ein weiter zurückhaltendes Investitions-umfeld der Endkunden zurück.

Auf der Ebene des EBITDA des Segments „Point of Sales“ stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen in EUR Mio. wie folgt dar:

Δ EBITDA (EUR Mio.)		Planjahr		
		2022	2023	2024
Planung	2021	-6.182	-4.413	-5.637
	2022		980	-2.759
	2023			-2.182

Letztlich zeigt sich auf Ebene des operativen Ergebnisses ein zur Umsatzanalyse vergleichbares Bild: Die Planung von Ende 2021 war deutlich zu ambitioniert, während das Ende 2022 erstellte Budget für 2023 übertroffen werden konnte. Diese Planübererfüllung geht neben den höher als erwartet ausgefallenen Umsätzen vor allem auf Einsparungen im Personalbereich im Zuge des Restrukturierungsprojekts „Fit For Future“ zurück.

Im Jahr 2024 konnten die EBITDA-Ziele dagegen weder in der Planung von Ende 2022 noch von Ende 2023 erreicht werden, vor allem aufgrund geringerer Umsätze als erwartet. Während die

Materialaufwandsquote sogar leicht besser ausgefallen ist als im Plan, konnten die einen größeren Fixkostengehalt aufweisenden Personalkosten und sonstigen betrieblichen Aufwendungen nicht stark genug an die geringeren Umsätze angepasst werden.

Die Analyse der Plan-Ist Abweichung auf Ebene des **Segments „Couponing und Cashback“** führt auf Ebene der Umsatzerlöse zu folgenden Ergebnissen:

Δ Umsatzerlöse (%)		Planjahr		
		2022	2023	2024
Planung	2021	6,6%	-10,8%	-15,6%
	2022		-16,6%	n/a
	2023			-7,5%

Lediglich im Jahr 2022 konnte die Ende 2021 erstellte Budgetplanung übertroffen werden. In allen anderen Planjahren und für alle anderen Planungsprozesse zeigt sich eine deutliche Umsatzverfehlung. Dies geht insbesondere im Jahr 2023 auskunftsgemäß auch auf innerbetriebliche organisatorische Gründe zurück.

Auf Ebene des EBITDA ergeben sich durchgehend deutlich negative Planabweichungen:

Δ EBITDA (EUR Mio.)		Planjahr		
		2022	2023	2024
Planung	2021	-476	-1.731	-3.700
	2022		-1.599	n/a
	2023			-1.221

Die Planverfehlungen liegen dabei durchgängig im Bereich von 50-60 %, vereinzelt sogar bei über 70 %. Dies zeigt, dass in der Planungsrechnung des Geschäftsbereichs „Couponing und Cashback“ in der Vergangenheit deutlich überhöhte Margen-Erwartungen abgebildet waren.

Im Ergebnis belegt unsere Analyse der Plan-Ist-Abweichungen einen eher strategischen und ambitionierten Charakter der historischen Planungsrechnungen. Insbesondere im Segment „Couponing und Cashback“ waren die historischen Margenerwartungen regelmäßig deutlich überhöht. Im Segment „Point of Sales“ ist die Ergebnislage stark von der Umsatzentwicklung abhängig. Planverfehlungen beim Umsatz übertragen sich hier schnell in relativ hohe negative Ergebniseffekte, und regulatorische Einflüsse wie z.B. Änderungen der fiskalischen Anforderungen können zu oft nicht vorhersagbaren Auswirkungen auf die Umsatzentwicklung führen. Anhaltspunkte für einen konservativen Planungsansatz sind nicht ersichtlich.

c) Planungsrechnung der Vectron Systems

Operative Planung

Die folgende Übersicht stellt die unserer Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung der Vectron Systems-Gruppe für die Planjahre 2025 bis 2031 sowie das letzte Ist-Jahr 2024 dar:¹³⁰

Vectron Systems-Gruppe	PF 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031	CAGR 24-31
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	in %
Umsatzerlöse	40.408	43.078	46.604	51.841	53.340	56.822	59.887	62.891	6,5%
Aktiviere Eigenleistungen	566	400	400	400	400	400	400	400	-4,8%
Gesamtleistung	40.974	43.478	47.004	52.241	53.740	57.222	60.287	63.291	6,4%
Materialaufwand und Fachhändlerprovisionen	14.944	12.626	10.413	9.102	6.797	5.947	5.356	5.160	-14,1%
Rohrertrag	26.030	30.852	36.591	43.139	46.943	51.275	54.931	58.131	12,2%
Sonstige betriebliche Erträge	212	180	180	180	183	184	184	185	-2,0%
Personalaufwand	15.403	18.857	19.911	21.246	21.859	22.233	22.614	23.002	5,9%
Sonstige betr. Aufwendungen	10.095	9.537	10.324	10.890	11.354	11.739	12.123	12.516	3,1%
EBITDA	744	2.638	6.536	11.183	13.913	17.487	20.378	22.798	<i>n/a</i>
Abschreibungen	1.298	1.442	2.181	3.088	4.220	5.410	6.598	7.779	29,2%
EBIT	-554	1.196	4.355	8.094	9.692	12.077	13.781	15.018	<i>n/a</i>
Wachstum									
Gesamtleistung	8,9%	6,1%	8,1%	11,1%	2,9%	6,5%	5,4%	5,0%	
EBIT	-6,4%	<i>n/a</i>	264,2%	85,9%	19,7%	24,6%	14,1%	9,0%	
in % der Gesamtleistung									
Rohrertrag	63,5%	71,0%	77,8%	82,6%	87,4%	89,6%	91,1%	91,8%	
Sonstige betriebliche Erträge	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	
Personalaufwand	37,6%	43,4%	42,4%	40,7%	40,7%	38,9%	37,5%	36,3%	
Sonstige betr. Aufwendungen	24,6%	21,9%	22,0%	20,8%	21,1%	20,5%	20,1%	19,8%	
EBITDA	1,8%	6,1%	13,9%	21,4%	25,9%	30,6%	33,8%	36,0%	
EBIT	-1,4%	2,8%	9,3%	15,5%	18,0%	21,1%	22,9%	23,7%	

Insgesamt weist die Planungsrechnung ein deutliches Umsatzwachstum von durchschnittlich rund 6,5 % p.a. (CAGR 2024-2031) sowie eine kontinuierliche und sehr deutliche Steigerung der operativen Marge auf bis zu 36,0 % (EBITDA) bzw. 23,7 % (EBIT) im letzten Detailplanungsjahr 2031 auf.

¹³⁰ „PF“ = „Pro Forma“.

Die **Umsatzerlöse** verteilen sich im Planungszeitraum wie folgt auf die beiden Geschäftsbereiche:

Vectron Systems-Gruppe	PF 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Point of Sales	27.989	30.187	32.103	35.340	35.993	39.302	42.191	45.018
Couponing und Cashback	12.420	12.891	14.500	16.500	17.347	17.520	17.696	17.873
<i>Umsatzanteil Point of Sales</i>	<i>69,3%</i>	<i>70,1%</i>	<i>68,9%</i>	<i>68,2%</i>	<i>67,5%</i>	<i>69,2%</i>	<i>70,5%</i>	<i>71,6%</i>
<i>Umsatzanteil Couponing und Cashback</i>	<i>30,7%</i>	<i>29,9%</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,8%</i>	<i>32,5%</i>	<i>30,8%</i>	<i>29,5%</i>	<i>28,4%</i>
<i>Wachstumsrate Point of Sales</i>	<i>0,1%</i>	<i>7,9%</i>	<i>6,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>1,8%</i>	<i>9,2%</i>	<i>7,4%</i>	<i>6,7%</i>
<i>Wachstumsrate Couponing und Cashback</i>	<i>35,8%</i>	<i>3,8%</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,8%</i>	<i>5,1%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>

Der **Geschäftsbereich „Point of Sales“** weist ein deutliches Umsatzwachstum von rund EUR 28,0 Mio. im Jahr 2024 auf rund EUR 45,0 Mio. im Jahr 2031 auf. Dabei setzt sich der historische Trend einer Verschiebung weg von den Einmalumsätzen hin zu wiederkehrenden Umsätzen in verstärktem Maße fort.

Die folgende Übersicht zeigt die Aufgliederung der Umsatzerlöse des Segments „Point of Sales“:

Segment "Point of Sales"	PF 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
VECTRON Smart	0	5.640	12.669	19.305	25.014	30.348	34.655	38.023
<i>Veränderung ggü. Vorjahr</i>		<i>n/a</i>	<i>124,6%</i>	<i>52,4%</i>	<i>29,6%</i>	<i>21,3%</i>	<i>14,2%</i>	<i>9,7%</i>
Sonstige wiederkehrende Umsätze	15.077	12.963	11.003	8.393	6.179	4.896	4.075	3.734
<i>Veränderung ggü. Vorjahr</i>	<i>14,0%</i>	<i>-14,0%</i>	<i>-15,1%</i>	<i>-23,7%</i>	<i>-26,4%</i>	<i>-20,8%</i>	<i>-16,8%</i>	<i>-8,4%</i>
Einmalumsätze	12.911	11.585	8.432	7.642	4.799	4.057	3.461	3.261
<i>Veränderung ggü. Vorjahr</i>	<i>-12,3%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-27,2%</i>	<i>-9,4%</i>	<i>-37,2%</i>	<i>-15,5%</i>	<i>-14,7%</i>	<i>-5,8%</i>
Summe "Point of Sales"	27.988	30.187	32.103	35.340	35.993	39.302	42.191	45.018
<i>Veränderung ggü. Vorjahr</i>	<i>0,1%</i>	<i>7,9%</i>	<i>6,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>1,8%</i>	<i>9,2%</i>	<i>7,4%</i>	<i>6,7%</i>

Kernprodukt des neuen Vectron Systems-Sortiments ist der Bündelvertrag „VECTRON Smart“, der die Komponenten Kasse, Payment, digitale Dienste („Cloud“) und Support in einem Paket zusammenführt. Der Betreiberkunde schließt dabei einen Payment-Vertrag mit Shift4, für den er einen prozentualen Anteil an seinen Kartenumsätzen an Shift4 bezahlt. Damit einhergehend erhält der Betreiber zwei kostenlose Payment-Terminals mit Bestell-App von Shift4 überlassen. Sämtliche von Vectron angebotenen digitalen Dienste (z.B. Inhouse-Ordering, Online-Ordering, Tischreservierung, Online-Checkout oder Gutscheinerstellung) sind bei VECTRON Smart ebenso kostenlos enthalten wie der After Sales-Support durch den Fachhändler. Zusätzlich hat der

Betreiber bei Bedarf die Möglichkeit, eine Vectron-Kasse zu vergünstigten Konditionen (je nach Kassentyp zum Stichtag zwischen EUR 24,90 je Monat und EUR 39,90 je Monat) zu mieten.

Der strategische Fokus der Vectron Systems ist klar auf den Vertrieb dieses Produkts ausgelegt. Wesentliche Markttrends wie die Kombination aus Kassensystemen und Payment-Verträgen, die wachsende Bedeutung integrierter Lösungen oder die steigende Akzeptanz abonnementbasierter Preismodelle lassen sich damit abbilden. In diesem Zusammenhang erzielt die Gesellschaft Umsätze aus drei verschiedenen Erlösquellen, die in der vorstehenden Übersicht in der Zeile „VECTRON Smart“ zusammengefasst sind:

- eine einmalige Vertragsabschlussprovision von Shift4 je abgeschlossenem Payment-Vertrag,
- eine laufende Provision von Shift4 als prozentualer Anteil an den von Shift4 vereinnahmten Payment-Gebühren bzw. deren Deckungsbeitrag,
- laufende Mieteinnahmen von den Betreiberkunden für die Miete von Kassensystemen und Zubehör.

Die Planungsrechnung sieht entsprechend dem strategischen Fokus der Gesellschaft ein sehr deutliches Wachstum im Bereich des VECTRON Smart-Tarifs vor. Dieses soll durch gezielte Ansprache durch die angeschlossenen Fachhändler erreicht werden. Diese werden über eine prozentuale Beteiligung an den von Shift4 vereinnahmten Payment-Umsätzen sowie zusätzlich über eine Einmalzahlung seitens Shift4 incentiviert. Im Ergebnis fallen für Vectron Systems im Rahmen des VECTRON Smart-Tarifs – anders als bei den eigenen wiederkehrenden Angeboten wie z.B. den verschiedenen digitalen Diensten – keine Fachhändlerprovisionen mehr an. Diese werden in Form der beschriebenen Leistungen vollständig von Shift4 getragen.

Zielgruppen des neuen Produktbündels sind zum einen bereits bestehende Vectron-Kunden, vorwiegend solche mit abgeschlossenem Digitalpaket, die ihre bezogenen Leistungen zukünftig unentgeltlich erhalten können, sofern sie einen Payment-Vertrag mit Shift4 eingehen. Zum anderen erhofft sich die Gesellschaft, neue Kunden im Kreis derjenigen Betreiber zu gewinnen, die bislang bei einem Zahlungsdienstleister angeschlossen sind, der selbst keine Kassen anbietet (z.B. die Sparkassen- und Volksbankenorganisation). Nach Einschätzung der Gesellschaft ist die Zielgruppe jedoch nach oben und nach unten begrenzt, da die Konditionen einerseits für einen Betreiber eine gewisse Mindestgröße in Form eines bestimmten monatlichen Kartenumsatzes erforderlich machen, andererseits für sehr große Betreiberkunden aufgrund der Höhe der Payment-Gebühren nicht mehr interessant sind.

Der Fokus der Geschäftsaktivitäten liegt auch zukünftig stark auf Deutschland. Gleichwohl plant die Gesellschaft, ihren Auftritt in anderen europäischen Ländern wie Niederlande, Frankreich, Belgien und Österreich auszuweiten, was zu dem starken Wachstum mit VECTRON Smart beiträgt.

Die Gesellschaft plant bis Ende 2027 einen Bestand von 20.000 Payment-Kunden zu erreichen, was auch Gegenstand der Verhandlungen zwischen Shift4 und den ehemaligen Eigentümern der Gesellschaft war. Der Umsatz aus VECTRON Smart-Verträgen soll bis 2027 bereits rund EUR 19,3 Mio. erreichen. In den Folgejahren geht die Planung von einem weiteren kontinuierlichen Wachstum bei hohen, im Zeitverlauf aber – aufgrund der erwarteten Sättigung – abschnellenden Wachstumsraten aus (2028: 29,6 %, 2031: 9,7 %). Dies geht zum einen darauf zurück, dass erwartungsgemäß die einfach zu gewinnenden Kunden am Anfang zu einem hohen Wachstum führen und es im Zeitablauf zunehmend schwerer wird, noch weitere Kunden zu gewinnen. Zum anderen führt ein wachsender Bestand an VECTRON Smart-Kunden auch zu einer steigenden absoluten Zahl an zu erwartenden Kundenabgängen (durch Vertragskündigung oder Betreiberinsolvenz), die zunächst durch Neukundenakquisen ausgeglichen werden müssen, bevor überhaupt ein weiteres Wachstum des Kundenbestands erreicht werden kann.

Entsprechend diesen Erwartungen entwickeln sich die verschiedenen Umsatzströme des VECTRON Smart-Pakets gegenläufig. Während die Mieteinnahmen und die laufende Umsatzprovision mit wachsender Bestandskundenanzahl kontinuierlich und stark steigen, geht der Betrag der einmaligen Vertragsabschlussprovision nach Erreichung der 20.000 Payment-Kunden ab 2028 erwartungsgemäß sukzessive zurück. Hinsichtlich der laufenden Beteiligung an den Kartenumsätzen der Betreiber wurde im gesamten Planungszeitraum ein konstanter Provisionsatz unterstellt, der der gegenwärtigen Vereinbarung im Kooperationsvertrag zwischen der Shift4 und Vectron Systems entspricht. Gleichermaßen wurde die einmalige Provision bei Abschluss neuer Shift4-Payment-Verträge im gesamten Planungszeitraum in unveränderter Höhe angesetzt.

Der Vorstand erwartet aufgrund der voranschreitenden Konsolidierung im deutschen Kassemarkt i. V. m. der stärkeren Fokussierung auf Payment-Verträge mittelfristig einen erheblichen Preisdruck. Da Kassen vermehrt nur noch als Beiprodukt zum Zahlungsdienstleistungsvertrag gesehen werden, rechnet der Vorstand mit leicht sinkenden Mietpreisen, die planerisch ab 2028 durch eine jährliche Preisreduktion um 1 % abgebildet werden. Gleichzeitig geht der Vorstand davon aus, dass die Zahlungsgebühr, d.h. der prozentuale Betrag, den die Betreiber bei jeder Kartenzahlung an Shift4 abführen müssen, in den kommenden Jahren leicht sinkt. Schon heute sind auskunftsgemäß viele Wettbewerber am Markt, die günstigere Payment-Konditionen als Shift4 anbieten. Entsprechend sieht die Planung ab 2028 einen leichten Rückgang des Provisionsatzes vor, allerdings immer noch auf einem Niveau, das deutlich über dem der günstigsten Wettbewerber liegt.

In Summe handelt es sich bei dem VECTRON Smart-Tarif zukünftig um das mit Abstand wichtigste Produktangebot der Gesellschaft. Zum Ende des Planungszeitraums entfallen mit rund EUR 38,0 Mio. mehr als 84 % der Umsätze im Segment „Point of Sales“ auf VECTRON Smart-Kunden. Allein dieser Betrag liegt bereits um rund 35-40 % über den historischen Umsätzen des Geschäftsbereichs der Jahre 2022 bis 2024.

Die starke Ausweitung des VECTRON Smart-Geschäfts geht (notgedrungen) zulasten der übrigen Umsatzströme der Gesellschaft. Durch das Angebot von Kassensystemen auf Basis eines vergleichsweise geringen Monatsbetrags werden Einmalkäufe für mehrere Tausend Euro pro Kasse für viele Kunden unattraktiv, so dass die Gesellschaft von einem deutlichen Rückgang der Einmalumsätze ausgeht. Dabei fällt der Umsatzrückgang im Jahr 2025 mit -11,2 % noch vergleichsweise moderat aus und liegt etwa auf dem Niveau der historischen Entwicklung der Einmalumsätze. Hintergrund ist hier, dass die Gesellschaft für die Jahre 2025 bis 2027 mit zusätzlichen Umsätzen von etwa EUR 2,6 Mio. p.a. aus dem Verkauf von technischen Sicherungseinrichtungen für bestehende Kassen ausgeht, die aus fiskalischen Gründen in regelmäßigen Abständen von etwa sechs bis sieben Jahren ersetzt werden müssen. Ohne diesen Effekt wäre der Rückgang der Einmalumsätze in 2025 auf einem ähnlichen Niveau wie in 2026. Da die Gesellschaft den prozentual größten Rückgang der Einmalumsätze in den ersten Planjahren sieht, liegen die Reduktionsraten ab 2027 wieder auf einem etwas geringeren Niveau, wobei es in 2028 durch die erwartete Rückkehr der Umsätze aus technischen Sicherungseinrichtungen auf ihr Normalniveau zu einem sehr deutlichen Umsatzrückgang um rund 37,2 % kommt.

Neben den Einmalumsätzen sind auch die sonstigen wiederkehrenden Umsätze deutlich negativ von der Umstellung des Geschäftsmodells betroffen. Durch die kostenlose Integration sämtlicher Digitaldienste in den VECTRON Smart-Tarif wird auch deren eigenständiger Abschluss für Betreiberkunden zunehmend unattraktiv. Entsprechend plant die Gesellschaft bei den übrigen wiederkehrenden Umsätzen mit einem kontinuierlichen Umsatzrückgang.

Im Digitalgeschäft erwartet der Vorstand ein sukzessives Abschmelzen nahezu aller angebotener Module, da diese kostenlos im VECTRON Smart-Tarif enthalten sind und Betreiberkunden mit gebuchtem Digitalpaket daher ein besonders hohes Interesse an einem Tarifwechsel haben. Eine Ausnahme in Form einer leicht positiven Entwicklung wird dagegen für den Bereich der Mobile Apps gesehen. Hierbei handelt es sich um Kassensoftware, die gegen eine monatliche Gebühr auf Handys oder Tablets des Kunden installiert werden kann und eine vollwertige Kassenlösung darstellt. Durch die steigende Bedeutung solcher „Bring your own device“-Lösungen erwartet der Vorstand vor allem in den späteren Planjahren eine leichte Zunahme solcher Verträge, auch wenn das Potenzial durch das parallele Angebot des VECTRON Smart-Tarifs begrenzt ist. Insgesamt belaufen sich die Umsätze aus digitalen Diensten zum Ende des Planungszeitraums auf etwa 38 % der 2024er-Umsätze. Langfristig geht der Vorstand damit davon aus, dass es auch weiterhin einen – wenn auch deutlich reduzierten – Sockelbestand an separat in Anspruch genommenen Digitalpaketen für solche Kunden gibt, die ihre Kasse lieber gegen Einmalzahlung kaufen oder aufgrund der Verwendung eigener Mobilgeräte kein Interesse an dem VECTRON Smart-Paket haben.

Einen Umsatzrückgang von ähnlichem Ausmaß erwartet der Vorstand auch im Bereich bonVito. Hierbei handelt es sich um Kundenkarten v.a. größerer Filialisten im Bäckerei-Segment, über die Vectron Coupons, Punktesammelaktionen oder Kundenrabatte abgebildet werden können. Da

auch diese Leistungen im VECTRON Smart-Paket bereits kostenlos enthalten sind, ist auch hier von einem sukzessiven Rückgang einer separaten Inanspruchnahme auszugehen.

Eine wesentliche Umsatzquelle stellte in der Vergangenheit die Zusammenarbeit mit dem Paymentprovider Epay dar. Vectron Systems hatte hierbei laufende Umsatzprovisionen aus der Vermittlung von Zahlungsdienstleistungsverträgen an Epay erhalten. Mit der Übernahme der Gesellschaft durch Shift4 wurde die Vereinbarung durch Vectron Systems gekündigt. Zwar besteht der Kooperationsvertrag mit Epay weiterhin fort und es werden die gemeinsamen Kunden auch weiterhin bedient. Es erfolgt allerdings im Neugeschäft keine weitere Vermittlung von Payment-Kunden an Epay mehr. Entsprechend geht die Planung von einem vollständigen Abschmelzen dieser Umsätze von rund EUR 3,3 Mio. im Jahr 2024 über die Restlaufzeit der bestehenden Verträge bis Ende 2027 aus, wobei die stärksten Rückgänge im Jahr 2027 und nachfolgend im Jahr 2028 (auf null) eintreten, was weitgehend die vergleichsweise hohen Umsatzrückgänge bei den wiederkehrenden Umsätzen dieser Jahre erklärt.

Auch wenn die Verschiebung hin zum VECTRON Smart-Paket deutliche Umsatzeinbußen bei den „klassischen“ Umsatzquellen mit sich bringt, ist der Gesamteffekt für die Gesellschaft deutlich positiv. Das durchschnittliche Wachstum im Planungszeitraum beläuft sich auf rund 7,0 %. Die vergleichsweise geringe Wachstumsrate des Jahres 2028 (+1,8 %) geht maßgeblich auf den vorstehend beschriebenen Rückgang der Umsätze mit technischen Sicherungseinrichtungen sowie das Auslaufen der Epay-Paymentprovisionen zurück, was zusammen einen negativen Umsatzeffekt von rund EUR 3,5 Mio. ausmacht. In den übrigen Jahren liegen die Wachstumsraten auf einem Niveau von rund 7-10 % und damit auf dem Niveau, das – bei aller Unschärfe – auch von Marktstudien für den POS-Markt erwartet wird. Die Umsatzerlöse des Jahres 2031 liegen mit rund EUR 45,0 Mio. um fast 20 % über dem höchsten Umsatz, den die Gesellschaft jemals (im Jahr 2021) erreichen konnte.

Die Planungsrechnung des **Geschäftsbereichs „Couponing und Cashback“** umfasst den Zeitraum bis 2027. In diesem Zeitraum weist die Planungsrechnung ein jährliches durchschnittliches Umsatzwachstum von rund 9,9 % p.a. (CAGR 2024-2027) auf. Dabei erzielt acardo etwa 40 % ihrer Umsätze mit dem Clearing von Coupons und rund 25 % mit Check-out-Couponing, d.h. der Umsetzung und Abwicklung von Coupons auf dem gedruckten Kassenbon v.a. im Lebensmittel Einzelhandel und bei Drogerien. Die übrigen Umsätze entfallen auf weitere Medien, insbesondere die Bereitstellung von Coupon-Technologie in Apps wichtiger Handelsketten wie z.B. Edeka. Bezogen auf die Zielbranchen spielen Hersteller aus dem Konsumgüterbereich mit etwa zwei Dritteln der Gesamtumsätze die wichtigste Rolle, gefolgt von Handelsunternehmen mit einem Umsatzanteil von rund 15 %. Unter den übrigen Kunden sind Apotheken und Kinobetreiber zu finden sowie Erlöse aus der Kooperation mit dem Wettbewerber Savi, die ihre jeweiligen Handelskundennetze gegen eine Provision dem jeweils anderen Clearing-Anbieter für dessen Herstellerkunden zur Vergrößerung der Kampagnenreichweite zur Verfügung stellen.

Grund für das vergleichsweise geringe Umsatzwachstum des Jahres 2025 (rund 3,8 %), zugleich aber wesentlicher Wachstumstreiber, sind strukturelle Veränderungen im Bereich des Check-out-Couponings. Hierbei richtet acardo die Kassen der beteiligten Handelsunternehmen so ein, dass diese die in Papierform präsentierten Rabattcoupons vollautomatisiert prüfen und verarbeiten können („Set up“) und übernimmt die spätere Zahlungsabwicklung (Clearing) der eingereichten Coupons. Seit auskunftsgemäß über zehn Jahren hatte acardo in diesem Bereich mit der deutschen Tochtergesellschaft der Catalina Marketing Corp. zusammengearbeitet. In diesem Rahmen hatte acardo das eigene Händlernetzwerk den Industriekunden von Catalina gegen eine Provision zur Verfügung gestellt. Das gemeinsame Netzwerk erreichte so über 76 % der deutschen Haushalte. Während Catalina allerdings direkt angebundene Coupon-Farbdrucker an der Kasse einsetzte, bietet acardo eine kassenintegrierte Lösung, die den bestehenden Bondrucker nutzt (sog. Print-on-Receipt). Beratung und Vertrieb in Richtung Markenhersteller wurde dabei von Catalina übernommen. Acardo übernahm die technische Abwicklung der von Catalina verhandelten Kampagnen bei ihren Handelsunternehmen und erhielt im Gegenzug eine Vergütung.

Anfang 2024 ist Catalina aus dem deutschen Markt ausgeschieden. Acardo hat auskunftsgemäß die bereits bis dahin von Catalina eingeworbenen Kampagnen der Industriekunden noch bis Ende 2024 abgewickelt und hierfür (letztmalig) eine Abschlusszahlung in Höhe von rund EUR 1,9 Mio. erhalten. Nach Einschätzung des Vorstands handelt es sich dabei um einen Betrag, der auch bei weiterer Aufrechterhaltung der Geschäftsbeziehung im Jahr 2024 in etwa hätte vereinnahmt werden können. Durch das Ausscheiden von Catalina verliert acardo allerdings einen wichtigen Partner, der im Jahr 2024 für rund 15 % der Gesamtumsätze verantwortlich war. Im Gegenzug eröffnet sich der Gesellschaft allerdings die Möglichkeit, die bisher von Catalina betreuten Industrieunternehmen nun selbst als Kunden zu gewinnen. Im Jahr 2023 konnte Catalina in Deutschland auskunftsgemäß in der Hersteller-Vermarktung Umsätze von rund EUR 3,1 Mio. bis EUR 3,7 Mio. erzielen. Um diese Chance zu nutzen, hat acardo die frühere Vertriebsleiterin von Catalina eingestellt. Die Gesellschaft erhofft sich dadurch, in den nächsten drei Jahren große Teile des bisherigen Catalina-Geschäfts gewinnen zu können, was der Hauptgrund für das im Planungszeitraum unterstellte starke Wachstum im Check-out-Couponing von rund EUR 1,5 Mio. in 2024 (ohne Catalina) auf rund EUR 4,5 Mio. im Jahr 2027 darstellt. Hinzu kommen noch die Umsatzerlöse aus dem Clearing der jeweiligen Coupon-Einlösungen. Auf der anderen Seite enthält die Planung insoweit ein hohes Risiko, da die Gesellschaft die entsprechenden Kunden zunächst einmal überzeugen muss, in gleichem Umfang wie bisher ihre Marketing-Budgets für Check-out-Couponing mit acardo aufzuwenden. Auskunftsgemäß ist das von acardo erbrachte Druckverfahren optisch einfacher (schwarz-weiß auf dem Kassenbon), gleichzeitig aber auch deutlich günstiger als der Ansatz von Catalina. Selbst bei gleichem Mengenvolumen könnten die ehemaligen Catalina-Umsätze damit nicht vollständig erreicht werden. Zudem steht acardo mit seinem Angebot in einem intensiven Wettbewerb um die Marketing-Budgets der großen Hersteller, wobei das Wachstum eher im digitalen Bereich zu verorten ist als im papiergebundenen Geschäft. Planerisch liegen die für 2025 erwarteten zusätzlichen Erlöse durch ehemalige Catalina-Kunden noch deutlich unter dem für 2024 erlösten Betrag von EUR 1,9 Mio. Dieser absolute Rückgang ist der

wesentliche Grund, warum das Umsatzwachstum 2025 lediglich bei rund 3,8 % liegt. Lässt man die Catalina-Umsätze des Jahres 2024 bei der Betrachtung außer Acht, da sie zukünftig nicht wiederkehren bzw. nur durch eigenständige Vertriebsleistungen zurückgewonnen werden können, ergibt sich für 2025 eine Umsatzwachstumsrate von rund 22,9 %.

In den beiden Folgejahren weist der Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ deutlich höhere Wachstumsraten von 12,5 % und 13,8 % auf. Auch hier ist ein großer Teil des Wachstums auf die Erwartung der weiteren Akquise ehemaliger Catalina-Kunden zurückzuführen. Darüber hinaus sollen im Bereich der Handelskunden die Aufschaltung weiterer Regionen des genossenschaftlichen Verbands für Edeka-Einzelhändler sowie der Anstieg von Aktions-Buchungen zu weiteren Umsatzanstiegen führen. Zudem wird für den Apotheken-Markt ein starker Umsatzanstieg erwartet. Durch die flächendeckende Einführung eines neuen Kassensystems des Herstellers ADG und die damit verbundene Möglichkeit der erweiterten Vermarktung der Bon-Daten-Analyse an Hersteller sowie die Einführung von Treuekarten soll bereits im Jahr 2025 ein Wachstum von rund 100 % – allerdings ausgehend von einem noch verhältnismäßig geringen Niveau – realisiert werden. In den Folgejahren sollen die Umsätze in diesem Marktsegment um weitere 35 % bzw. 25 % auf rund EUR 1,5 Mio. gesteigert werden. Im Teilbereich Kino sollen die Verlängerung des Kulturpasses, weitere Fremdaktionen und Produktinnovationen wie beispielsweise ein SMS-Gewinnspiel sowie die Erschließung neuer Marktumfelder im Jahr 2025 zu einem Umsatzanstieg von rund 12 % führen. Insbesondere das Neugeschäft mit Kino-Gutscheinen als Incentivierungsinstrument im Marketing größerer Konzerne wird zukünftig als Wachstumstreiber gesehen und soll zu im Zeitablauf sogar steigenden Wachstumsraten von 16 % bzw. 25 % führen. Schließlich wird auch aus der Kooperation mit Savi weiteres Wachstum erwartet, da zukünftig seitens der an acardo angeschlossenen Herstellerkunden eine verstärkte Nachfrage nach Coupons im Drogeriesegment erwartet wird, das weitgehend von Savi betreut wird.

In Summe beläuft sich das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum des Geschäftsbereichs „Couponing und Cashback“ damit auf rund 9,9 % p.a., bei Betrachtung nur der eigenen Vertriebsleistung (d.h. unter Herausrechnung der 2024er-Umsatzerlöse aus der beendeten Kooperation mit Catalina) sogar auf rund 16,3 % p.a. Diese Entwicklung liegt – bei aller Unschärfe – deutlich oberhalb der Aussagen in Marktstudien.

Der Vorstand geht davon aus, dass bis Ende 2027 die wesentlichen Wachstumschancen ergriffen werden können und das Geschäft im Anschluss in einen eingeschwungenen Zustand übergeht. Für diese Einschätzung spricht zum einen, dass das Potenzial der ehemaligen Catalina-Kunden bis dahin planmäßig weitestgehend ausgeschöpft sein wird. Zum anderen wird das Geschäft der acardo aufgrund des hohen Maßes an Papiergebundenheit längerfristig nicht dieselbe dynamische Entwicklung nehmen wie das Digitalgeschäft. Darüber hinaus investieren Hersteller ihre Marketingbudgets vermehrt in digitale Produkte, wodurch das Alleinstellungsmerkmal des betragsmäßig sehr bedeutenden Check-out-Couponings in den Hintergrund tritt und acardo zunehmend Hersteller von ihren digitalen Produkten überzeugen muss.

In diesem Zusammenhang ist auch anzumerken, dass die Ansprache von Kunden im Handel in der jüngeren Vergangenheit deutlich komplexer geworden ist. In den letzten Jahren sind zahlreiche neue, überwiegend digitale Kontaktpunkte zu Kunden entstanden. Die Verwaltung dieser Touchpoints erfordert einen erheblichen technischen und organisatorischen Aufwand. Jedes digitale Medium verlangt nach spezifischen Grafikformaten und generiert unterschiedliche Transaktionsdaten, die für Berichterstattungen- und Zielsetzungszwecke analysiert werden müssen. Hinzu kommt ferner, dass insbesondere Discounter nach Auskunft des Managements ihr Couponing aktuell größtenteils selbst durchführen und dementsprechend auf ein Clearing-House wie acardo verzichten. Es besteht die Gefahr, dass der Handel zunehmend selbst die Abwicklung des Couponings übernimmt. Möglichem weiteren Wachstum stehen nach Einschätzung des Managements daher insbesondere Risiken aus Wettbewerbseintritten oder Marktveränderungen gegenüber.

Vor diesem Hintergrund werden die Umsatzerlöse des Jahres 2027 ab dem Jahr 2028 grundsätzlich in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate fortentwickelt. Lediglich für die zum Ende der Detailplanungsphase noch stark wachsenden, betragsmäßig aber eher kleineren Teilbereiche der Apotheken und Kinos sowie die Kooperation mit Savi wird für einen begrenzten Zeitraum (bis 2029 bzw. 2030) eine pauschale Abschmelzung der in 2027 unterstellten Wachstumsraten vorgenommen. In einer Nebenrechnung haben wir diese Fortschreibung in ein barwertäquivalentes Umsatzniveau des Jahres 2028 überführt und dieses im Anschluss mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Rechnerisch ergibt sich dadurch ein Anstieg der Umsätze von 2027 auf 2028 um rund 5,1 %. Ab 2029 beläuft sich die Wachstumsrate auf 1,0 %. Eine Modellierung dieser Planjahre für den Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ erfolgte lediglich, da die Planungsrechnung im Segment „Point of Sales“ aufgrund des dortigen Transformationsprozesses einen Betrachtungszeitraum bis 2031 erforderlich macht.

Die nachfolgende Übersicht zeigt zur einfacheren Nachvollziehbarkeit der folgenden Ausführungen erneut die vorstehend bereits dargestellte Planungsrechnung der Vectron Systems-Gruppe bis 2031:

Vectron Systems-Gruppe	PF 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031	CAGR 24-31
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	in %
Umsatzerlöse	40.408	43.078	46.604	51.841	53.340	56.822	59.887	62.891	6,5%
Aktiviere Eigenleistungen	566	400	400	400	400	400	400	400	-4,8%
Gesamtleistung	40.974	43.478	47.004	52.241	53.740	57.222	60.287	63.291	6,4%
Materialaufwand und Fachhändlerprovisionen	14.944	12.626	10.413	9.102	6.797	5.947	5.356	5.160	-14,1%
Rohertrag	26.030	30.852	36.591	43.139	46.943	51.275	54.931	58.131	12,2%
Sonstige betriebliche Erträge	212	180	180	180	183	184	184	185	-2,0%
Personalaufwand	15.403	18.857	19.911	21.246	21.859	22.233	22.614	23.002	5,9%
Sonstige betr. Aufwendungen	10.095	9.537	10.324	10.890	11.354	11.739	12.123	12.516	3,1%
EBITDA	744	2.638	6.536	11.183	13.913	17.487	20.378	22.798	<i>n/a</i>
Abschreibungen	1.298	1.442	2.181	3.088	4.220	5.410	6.598	7.779	29,2%
EBIT	-554	1.196	4.355	8.094	9.692	12.077	13.781	15.018	<i>n/a</i>
Wachstum									
Gesamtleistung	8,9%	6,1%	8,1%	11,1%	2,9%	6,5%	5,4%	5,0%	
EBIT	-6,4%	<i>n/a</i>	264,2%	85,9%	19,7%	24,6%	14,1%	9,0%	
in % der Gesamtleistung									
Rohertrag	63,5%	71,0%	77,8%	82,6%	87,4%	89,6%	91,1%	91,8%	
Sonstige betriebliche Erträge	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	
Personalaufwand	37,6%	43,4%	42,4%	40,7%	40,7%	38,9%	37,5%	36,3%	
Sonstige betr. Aufwendungen	24,6%	21,9%	22,0%	20,8%	21,1%	20,5%	20,1%	19,8%	
EBITDA	1,8%	6,1%	13,9%	21,4%	25,9%	30,6%	33,8%	36,0%	
EBIT	-1,4%	2,8%	9,3%	15,5%	18,0%	21,1%	22,9%	23,7%	

Die **aktivierten Eigenleistungen** betreffen von der Gesellschaft im Segment „Point of Sales“ vorgenommene Weiterentwicklungen der Vectron-Kassensoftware, die buchhalterisch zum Teil aktiviert und in der Folgezeit planmäßig abgeschrieben werden. Die Gesellschaft erwartet zukünftig ein etwas geringeres Aktivierungsvolumen als in der Vergangenheit, da Entwicklungsleistungen teilweise von Shift4 übernommen werden sollen.

Der **Materialaufwand inklusive der Fachhändlerprovisionen** der Vectron Systems-Gruppe geht im Planungszeitraum kontinuierlich um durchschnittlich rund 14,1 % p.a. (CAGR 2024-2031) zurück. Inhaltlich umfasst er vor allem den Wareneinkauf im Segment „Point of Sales“ für die als Einmalverkäufe vertriebenen Kassensysteme sowie die Provisionszahlungen an Fachhändler. Letztere sind beim Abschluss von Digitalpaketen und ähnlichen Diensten mit wiederkehrenden Umsätzen ohne Shift4-Paymentvertrag sowie den in der Vergangenheit vertriebenen Epay-Payment-Verträgen als Kompensation für die fehlende Händlermarge an die Fachhändler zu leisten. Darüber hinaus sind in kleinerem Umfang die Leasingaufwendungen für Kassen, die noch in den Vorjahren über ein Mietmodell (ohne Bezug zu Shift4-Payment-Verträgen) vertrieben wurden,

sowie die Beschaffungskosten für physische bonVito-Kundenkarten enthalten. Alle Bestandteile gehen korrespondierend zu den jeweiligen Umsatzerlösen im Zeitablauf in absoluter Höhe zurück. Nicht im Materialaufwand enthalten sind dagegen die Beschaffungskosten der vermieteten Kassen (inkl. Zubehör) des VECTRON Smart-Pakets, da diese im Anlagevermögen der Gesellschaft aktiviert und nachfolgend planmäßig abgeschrieben werden. Der Materialaufwand wurde weitgehend mit konstanten Margen umsatzproportional fortentwickelt, wobei es im Bereich der Einkaufskosten der Kassenshardware aufgrund von unterstellten Preissteigerungen um 2 % ab 2028 sowie Verschiebungen zwischen den unterschiedlich margenstarken Kassentypen zu leichten Schwankungen der Materialaufwandsquote im Zeitablauf kommt. Insbesondere bzgl. der Fachhändlerprovisionen liegen dagegen vertraglich vereinbarte Provisionssätze vor, die diese Annahme rechtfertigen. Korrespondierend zu den sinkenden sonstigen wiederkehrenden Umsätzen gehen daher auch die Fachhändlerprovisionen kontinuierlich von rund EUR 5,4 Mio. in 2024 auf rund EUR 1,8 Mio. im Jahr 2031 zurück. Ein wesentlicher Vorteil für die Vectron Systems liegt darin, dass die Fachhändlerincentivierung im Rahmen des VECTRON Smart-Pakets vollständig von Shift4 übernommen wird, wodurch die Gesellschaft in erheblichem Umfang entlastet wird.

Im Segment „Couponing und Cashback“ unterscheidet sich der Materialaufwand je nach Branche und Servicedienstleistung. Im Bereich des Check-out-Couponings handelt es sich vor allem um eine Kostenbeteiligung am Mehrverbrauch an Thermopapier, der den Händlern beim Drucken des Coupons auf den Kassenbon entsteht. Im Bereich Regal-Couponing handelt es sich beispielsweise um die gedruckten Coupons, die in Supermärkten physisch an Regalen befestigt werden. Neben bezogenen Waren umfassen die Materialaufwendungen bei acardo auch die bezogenen Dienstleistungen, die für das Design der Coupons erforderlich sind, sowie allgemeine Set-up Kosten, wie z.B. kundenspezifische Integrationsleistungen in die Kassen durch Fremdprogrammierer. Durch die verstärkte Ausrichtung auch auf digitale Coupons und App-Lösungen wird im geplanten Zeitraum angestrebt, die Materialaufwandsquote auf etwa 12 % zu senken.

Insgesamt weist die Materialaufwandsquote im Zeitablauf einen stark sinkenden bzw. die Rohertragsmarge einen stark steigenden Verlauf auf. Im Wesentlichen bedingt durch die Aktivierung der vermieteten Kassen sowie die Übernahme der Fachhändlerincentivierung durch Shift4 steigt die Rohertragsmarge der Vectron Systems-Gruppe von 63,5 % im Jahr 2024 auf 91,8 % im Jahr 2031. Auch unter Berücksichtigung der gegenläufig stark ansteigenden Abschreibungen auf aktivierte Kassen (vgl. hierzu die nachfolgenden Ausführungen) ergibt sich eine deutliche Verbesserung der Marge, insbesondere aufgrund der Vorteile aus der Fachhändlerincentivierung.

Die vorstehend dargestellten Planzahlen für den Materialaufwand enthalten eine von uns gutachterlich vorgenommene Anpassung im Hinblick auf die Wechselkursentwicklung des US-Dollar zum Euro. Im Geschäftsbereich „Point of Sales“ erfolgen durchschnittlich etwa 40 % (mit jährlichen Schwankungen) der Beschaffungen in US-Dollar. Die Gesellschaft hat keine explizite Wechselkursplanung vorgenommen. Aufgrund der Planungsmethodik, bei der die Beschaffungskosten für Kassenshardware auf Basis einer Durchschnittsbetrachtung der Einkäufe des Jahres 2024

erfolgt, fließen allerdings implizit die Wechselkurse des Jahres 2024 in die Prognose ein. Der von der EZB ermittelte Jahresdurchschnittskurs zwischen dem US-Dollar und dem Euro liegt bei rund USD/EUR 1,08.

Im Rahmen unserer Arbeiten haben wir eine eigenständige Prognose des USD/EUR-Wechselkurses vorgenommen. Für die Bestimmung von zukünftigen Wechselkursen gibt es derzeit keinen überlegenen theoretischen Ansatz.¹³¹ Neben der Kaufkraftparität kommt auch der Zinsparität, die den sog. „Terminkursen“ oder „Forward Rates“ zugrunde liegt, sowie einer Vielzahl weiterer möglicher fundamentalanalytischer Kausalzusammenhänge eine Bedeutung zu. Letztere spiegeln sich in den von Finanzanalysten für ihre Wechselkursprognose verwendeten Analysemodellen wider.¹³²

Zur Prognose der Planwechselkurse haben wir für das Währungspaar USD/EUR Prognosekurse auf Basis von Inflationsunterschieden (relative Kaufkraftparität), Terminkursen (Zinsparität) und Analystenschätzungen (Fundamentalmodelle) ermittelt. Da die gewählten Prognoseansätze zu relativ ähnlichen Ergebnissen führen, haben wir den Mittelwert der drei Varianten angesetzt. Die angesetzten Planwechselkurse ab dem Planjahr 2025 liegen im Planungszeitraum damit zwischen USD/EUR 1,08 (2025) und USD/EUR 1,14 (2029 ff.). Dabei gilt: Je höher die Wechselkurs-Zahl, desto geringer der in Euro ausgedrückte Fremdwährungs-Materialeinkauf und damit desto höher das Ergebnis der Vectron Systems. Die folgende Übersicht zeigt die Höhe der von uns ermittelten Anpassungen (eine positive Zahl kennzeichnet eine Erhöhung des Materialaufwands und damit eine Ergebnisreduzierung, eine negative Zahl impliziert eine Reduzierung des Materialaufwands und damit eine Ergebniserhöhung):

	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031	ÜJ 2032
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Anpassung des Materialaufwands	15	-68	-131	-149	-174	-185	-195	-151

Da sich ab 2026 und insbesondere in der Phase der ewigen Rente nach unseren Anpassungen ein geringerer Materialaufwand ergibt, haben wir die Planung der Gesellschaft um die vorstehend genannten Beträge gutachterlich angepasst. Die vorstehend gezeigte Gewinn- und Verlustrechnung enthält bereits unsere Anpassung. Weitere wesentliche Fremdwährungseinflüsse sind bei der Vectron Systems nicht gegeben.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** wurden auf einem konstanten Niveau von TEUR 180 geplant. Inhaltlich umfassen sie im Wesentlichen Erträge aus dem Sachbezug von Firmenwagen. Der leichte Anstieg ab 2028 geht auf die Modellierung im Segment „Couponing und Cashback“

¹³¹ Vgl. IDW, F&A zu IDW S 1 i.d.F. 2008, IDW Life 6/2022, Abschnitt 5.

¹³² Vgl. hierzu Schultheiß/Schultze, Wechselkurse in der Unternehmensbewertung, WPg 2018, S. 155, 157 ff.

zurück, für das wir ab 2029 ein Wachstum in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate unterstellt haben.

Der **Personalaufwand** basiert für das Jahr 2025 auf einer konkreten Mitarbeiterplanung. Er weist im Budgetjahr 2025 eine deutliche Steigerung um rund EUR 3,5 Mio. bzw. rund 22,4 % auf. Der Anstieg resultiert dabei aus beiden Geschäftsbereichen. Im Segment „Point of Sales“ wird eine deutliche Ausweitung der Belegschaftszahlen von 161 (Jahresdurchschnitt 2024) auf 187 (Jahresdurchschnitt 2025) geplant. Zusätzliche Kapazitäten werden hier insbesondere im Bereich des Customer Service & Support geschaffen, da die Gesellschaft aufgrund der erhöhten Anzahl an monatlichen Verträgen einen wachsenden Bedarf an Kundensupport erwartet. Zudem werden im Vertriebsbereich zusätzliche Kapazitäten benötigt, um das Ausrollen der neuen Produktstrategie nicht nur in Deutschland, sondern auch in mehreren europäischen Ländern, zu unterstützen. Ferner soll in den Bereichen Produktmanagement und Produktentwicklung sowie in den Overheadfunktionen Personal aufgestockt werden. Daneben führt auch die Vereinheitlichung der bislang bestehenden vielfältigen Bonus-Modelle bei der Vectron Systems zu einem Anstieg der Personalaufwendungen im Jahr 2025, da annahmegemäß bei Erreichen der Ziele für 2025 ein Bonus in Höhe eines Monatsgehalts ausgezahlt wird, was in der Vergangenheit nicht der Fall war.

Auch im Segment „Couponing und Cashback“ geht die Gesellschaft von einem wachsenden Personalbedarf auf. Dies geht zunächst einmal auf einen ungeplant niedrigen Wert im Vorjahr 2024 zurück. So hatte acardo einige Mitarbeiterabgänge in wichtigen Positionen zu verkraften, die zwischenzeitlich wiederbesetzt wurden. Darüber hinaus führen Ganzjahreseffekte aus Freistellungsrückkehrern, die Einstellung zweier zusätzlicher Führungskräfte sowie geplante Gehaltserhöhungen bei acardo zu erhöhtem Personalaufwand.

Infolge der geplanten Personalaufstockungen steigt auch die Personalaufwandsquote der Vectron Systems-Gruppe deutlich von 37,6 % in 2024 auf 43,4 % im Jahr 2025 an. Mit der erweiterten Organisation sind die Grundlagen für das Wachstum der kommenden Jahre gelegt. Entsprechend steigt der Personalaufwand bis 2027 nur noch mit Wachstumsraten im mittleren einstelligen Bereich, was neben regulären Gehaltssteigerungen auf die weitere Expansion ins europäische Ausland bei Vectron Systems sowie ergebnisbezogene Bonuszahlungen an Mitarbeiter bei acardo zurückgeht. Ab 2028 berücksichtigt die Planung nur noch Gehaltssteigerungen im Bereich von 2 % p.a. Insgesamt sinkt die Personalaufwandsquote dadurch bis 2031 auf 36,3 % und liegt damit unter dem Wert aus 2024.

In den **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** ist eine Vielzahl verschiedener Sachkosten enthalten. Der Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2025 geht vor allem auf höhere Mietkosten aufgrund eines Umzugs sowie höhere Beratungsaufwendungen als Folge des fehlenden Personals bei acardo im Geschäftsjahr 2024 zurück. Weitere wesentliche Aufwandspositionen umfassen den Marketingaufwand der Vectron Systems, der bedingt durch die geplante Expansion ins europäische Ausland insbesondere ab 2026 ein höheres Niveau aufweist

als in der Vergangenheit. Dies erklärt im Wesentlichen den etwas höheren Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in diesem Jahr. Im Verwaltungskostenbereich führt die steigende Zahl an monatlichen Mietabwicklungen zu einem Anstieg der Nebenkosten des Geldverkehrs. Insgesamt zeigen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen ab 2027 eine mit abnehmenden Wachstumsraten von 5,5 % bis 3,2 % p.a. leicht steigende Entwicklung. Die Aufwandsquote sinkt damit deutlich von 24,6 % p.a. im Jahr 2024 auf 19,8 % im Jahr 2031.

In kleinerem Umfang von bis zu rund EUR 0,1 Mio. p.a. trägt hierzu auch eine Kostenentlastung bei, um die wir die sonstigen betrieblichen Aufwendungen gemäß der Planung der Gesellschaft gutachterlich ergänzt haben. Hintergrund dieser Plananpassung ist, dass - wie in Abschnitt 2.2. a) beschrieben - die Gesellschaft zukünftig voraussichtlich Lagerlogistik für Shift4 erbringen wird, indem europäische Shift4-Kunden vom Standort in Münster aus beliefert werden. Nach den uns erteilten Auskünften stehen die Gesellschaft und die Shift4 gegenwärtig noch in ersten Vorüberlegungen. Weder erfolgte bislang eine Kostenermittlung für die Erbringung dieser Logistikleistungen noch wurden bislang Vertragsentwürfe zwischen den Parteien besprochen. Die Gesellschaft hat vor diesem Hintergrund von einem Einbezug dieses Sachverhalts in die Planungsrechnung abgesehen. Das Management geht jedoch davon aus, dass das Ertragspotenzial für Vectron Systems nicht substantiell sein wird. Für unsere Zwecke hat das Management eine Schätzung in der vorstehend genannten Größenordnung abgegeben, um die wir die sonstigen betrieblichen Aufwendungen der Gesellschaft ergebniserhöhend gekürzt haben.

Insgesamt geht die Planungsrechnung von einem sehr starken Anstieg des operativen Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen („**EBITDA**“) ausgehend von EUR 0,7 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 22,8 Mio. im Jahr 2031 aus. Dies geht neben deutlichen Margensteigerungen im Bereich „Couponing und Cashback“ vor allem auf die hohe Profitabilität des Mietmodells in einer Mehrjahresbetrachtung, die im gesamten Planungszeitraum berücksichtigten Einmalprovisionen beim Abschluss neuer Payment-Verträge sowie die vollständige Übernahme der Fachhändlerentlohnung im VECTRON Smart-Tarif durch Shift4 zurück. Zum anderen führt die Aktivierung der vermieteten Kassensysteme dazu, dass wesentliche Auszahlungen für die Beschaffung der vermieteten Kassen nicht in die Materialaufwendungen einfließen, sondern in den Abschreibungen (und damit unterhalb des EBITDA) ausgewiesen werden. Das EBITDA ist daher für die Beurteilung der Ertragskraft der Vectron Systems u.E. weniger aussagekräftig als das EBIT.

Die **Abschreibungen** entfallen ganz überwiegend auf den Geschäftsbereich „Point of Sales“. Neben geringfügigen Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände (rund EUR 0,1 Mio. p.a.) führt die fortgesetzte Aktivierung von Entwicklungsleistungen im Bereich der eigenen POS-Software zu einem kontinuierlichen Anstieg der korrespondierenden Abschreibungen auf bis zu rund EUR 0,4 Mio. am Ende des Planungszeitraums. Den wesentlichsten Posten und Grund für den deutlichen Anstieg der Abschreibungen im Planungszeitraum stellen die aktivierten Kassen dar, die insb. an VECTRON Smart-Kunden vermietet und planmäßig abgeschrieben werden. Die Abschreibungen auf aktivierte Kassensysteme wurden auf Basis

der geplanten Aktivierungsbeträge geplant. Soweit in den Jahren nach dem Ende der Detailplanungsphase zunächst noch ein weiterer Hochlauf der Abschreibungen zu beobachten ist, der sich erst nach und nach an das (geringere) nachhaltige Investitionsniveau annähert, haben wir diesen Effekt bewertungstechnisch in einer barwertäquivalenten Annuität zum 31. Dezember 2031 berücksichtigt, um den steuermindernden Effekt eines temporären Abschreibungsüberhangs bewertungstechnisch abzubilden. Dagegen sind die auf den Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ entfallenden Abschreibungen mit rund EUR 0,2 Mio. bis EUR 0,3 Mio. p.a. vergleichsweise unwesentlich.

Das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern („**EBIT**“) steigt im Planungszeitraum nach durchgehend negativen Beträgen im historischen Betrachtungszeitraum auf bis zu EUR 15,0 Mio. im Jahr 2031. Die EBIT-Marge wächst entsprechend auf bis zu 23,7 %. Dieser Wert liegt bei Weitem über sämtlichen historischen Margen der Gesellschaft.

Einordnung und Würdigung der Plausibilität der operativen Planung

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.¹³³

Eine Planung 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 Bewertungsobjekts anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts nachvollziehbar reflektiert ist.¹³⁴ Dagegen könne eine unvertretbare und damit unplausible Planung vorliegen, wenn sie einseitige, systematische Verzerrungen aufweise oder wenn bei entsprechender Marktcontinuität ein bisher auch in den besten oder schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant worden sei.¹³⁵

Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten haben wir die Planung 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 Praxishinweis 2/2017¹³⁶ gegeben.

¹³³ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5.

¹³⁴ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS).

¹³⁵ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 37 (BeckRS).

¹³⁶ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 15, 19 ff.

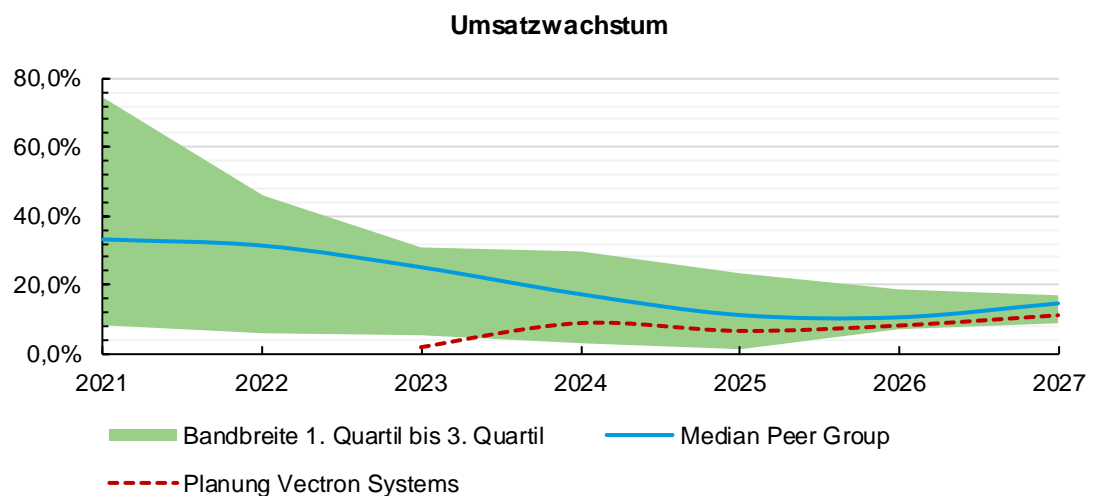
Die Beurteilung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, der Analyse der bereinigten Vergangenheitszahlen bzw. der historischen Entwicklung der Vectron Systems-Gruppe sowie unter Berücksichtigung von umfassenden ergänzenden Erläuterungen und zur Verfügung gestellten Unterlagen zu den getroffenen Annahmen durch das Management vorgenommen.

Die Beurteilung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, inklusive der Betrachtung der Peer Group Unternehmen vorgenommen.

Nach unserer Einschätzung ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweis 2/2017¹³⁷ unter Berücksichtigung der nachfolgend dargestellten Einordnung gegeben.

Die Umsatzerlöse sollen sich nach der Planung der Vectron Systems-Gruppe gegenüber dem im Jahr 2023 erreichten Niveau bis zum Planjahr 2031 um über 55 % von EUR 40,4 Mio. auf EUR 62,9 Mio. erhöhen. Die erwartete durchschnittliche jährliche Wachstumsrate liegt mit 6,5 % auf dem Niveau der Wachstumsprognosen für die relevanten Märkte, wobei hier auch zu berücksichtigen ist, dass für den Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ bereits im Jahr 2028 der eingeschwungene Zustand erreicht ist.

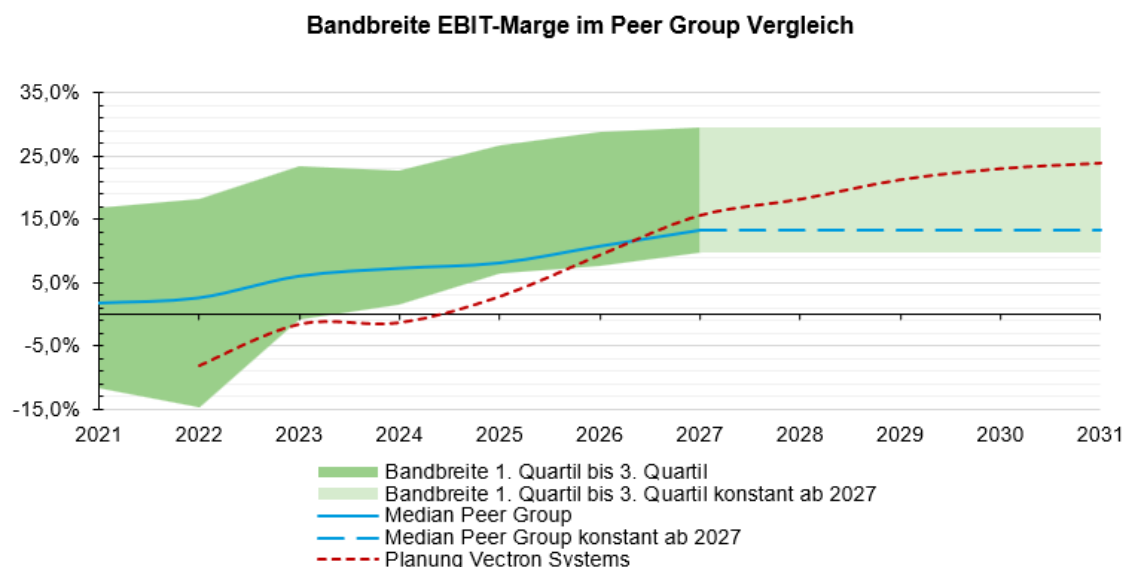
Vergleicht man die Umsatzentwicklung der Vectron Systems-Gruppe mit den Prognosen für die Peer Group-Unternehmen, so zeigt sich folgendes Bild:



¹³⁷ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 16 f., 22 ff.

Das Umsatzwachstum der Gesellschaft liegt durchgängig am unteren Ende der Peer Group-Bandbreite. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass Vectron Systems vor allem im stationären Handel tätig ist und auf die Branchen Gastronomie und Bäckereien beschränkt ist. Beide Bereiche sind durch stagnierende oder sogar rückläufige Betreiberzahlen gekennzeichnet. Auch acardo ist nahezu ausschließlich im stationären Handel tätig und betreut vorwiegend Konsumgüterhersteller. Zudem agieren die in der Peer Group enthaltenen Payment-Provider aus einem bestehenden Geschäftsmodell heraus, das auch durch anorganisches Wachstum (wie z.B. den Erwerb der Vectron Systems durch Shift4) getrieben wird. Die Vectron Systems befindet sich dagegen in einer Phase der Transformation ihres Geschäftsmodells. Hohe Wachstumsraten aus dem Vertrieb von neuartigen Bündelangeboten werden durch deutliche Umsatzrückgänge im Altgeschäft kompensiert. Deshalb und angesichts der hohen Bedeutung, die Umsätze aus der Zahlungsabwicklung gerade auch im Online-Segment für die in der Peer Group enthaltenen Payment-Provider haben, halten wir es für nachvollziehbar, dass die Wachstumsraten von Vectron Systems – wie bereits in den historischen Jahren – am unteren Ende der Bandbreite liegen.

Betrachtet man die Margenentwicklung der Vectron Systems-Gruppe im Vergleich zur Peer Group, so zeigt sich folgendes Bild:



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Diesbezüglich ist darauf hinzuweisen, dass die unterschiedlichen Rechnungslegungsnormen von Vectron Systems (HGB) und der Peer Group-Unternehmen (i.W. IFRS oder US-GAAP) zu Verzerrungen in der Vergleichbarkeit führen können. Insbesondere hinsichtlich des Einbezugs von Leasing sind Unterschiede zu beobachten. Auch wenn wir zu Vergleichszwecken daher auf das

EBIT als Bezugsgröße abgestellt haben, in dem auch nach internationaler Rechnungslegung zumindest die Abschreibungen auf Nutzungsrechte Eingang finden, ist eine Vergleichbarkeit insoweit nur eingeschränkt gegeben. Dessen ungeachtet weist die Vectron Systems-Gruppe zum Ende des Detailplanungszeitraums eine Profitabilität auf, die nicht nur weit über dem Medianwert der Peer Group-Unternehmen liegt, sondern sogar am oberen Ende der fortgeschriebenen Bandbreite.

Auf Umsatzebene ist die Realisierung der geplanten Wachstumsraten im Geschäftsbereich „Point of Sales“ insbesondere von der Gewinnung neuer Kunden mit Payment-Verträgen abhängig, was angesichts der bereits weiten Verbreitung von Kartenzahlungen eine Verdrängung bestehender Payment Provider impliziert. Zugleich soll das Kundenwachstum auch durch eine Expansion ins europäische Ausland erreicht werden, wo Vectron Systems bislang keine nennenswerte Rolle spielt. Ferner wurde in der Planungsrechnung unterstellt, dass die Vergütungsstruktur seitens Shift4 (insb. hinsichtlich der Einmalprovisionen beim Abschluss neuer Payment-Verträge) nicht an die geänderte Ertragslage der Gesellschaft angepasst wird. Insbesondere letzteres ist nach unserer Einschätzung eine ambitionierte Annahme, da der Kooperationsvertrag eine jährliche Überprüfung der Höhe der von Shift4 zu leistenden Einmalzahlungen vorsieht. Hintergrund dieser Vertragsabschlussprovision ist auskunftsgemäß vor allem die zeitweilige Refinanzierung der kurzfristigen Umsatzausfälle, die die Gesellschaft erleidet, wenn sie ihre Kassen nicht mehr für einen (hohen) Einmalbetrag verkaufen kann, sondern zukünftig nur noch (niedrige) monatliche Mieteinnahmen erlöst und diese erst über einen Zeitraum von etwa zwei Jahren den früheren Einmalerlös wieder einbringen. Aufgrund der geplanten deutlichen Verbesserung der Ertragslage der Gesellschaft halten wir es für wahrscheinlich, dass es in den kommenden Jahren, nachdem der anfängliche Finanzierungsbedarf überwunden ist, zu einer Reduzierung bzw. zu einem Wegfall dieser Einmalprovision kommen wird. Im Übrigen ist u.E. aber davon auszugehen, dass die Gesellschaft mit einem finanzstarken Partner im Rücken in der Lage ist, die in der Planung abgebildete Wachstumsstrategie umzusetzen. Die ersten vertriebsseitigen (naturgemäß noch sehr vorläufigen) Erkenntnisse zur Umsetzung der neuen VECTRON Smart-Strategie lassen jedenfalls darauf schließen, dass die Planung insoweit grundsätzlich als erreichbar eingeschätzt werden kann.

Im Segment „Couponing und Cashback“ beruht das unterstellte Wachstum stark auf der Gewinnung ehemaliger Catalina-Kunden im Bereich des Check-Out-Couponing. Auch wenn die Gesellschaft mit dem Aufbau eines Vertriebsteams die Grundlagen hierfür gelegt hat, ist der Erfolg dieser Strategie bislang noch unklar und beinhaltet erhebliche Risiken. Insbesondere ist aus heutiger Sicht nicht sicher, inwieweit dieser für acardo sehr bedeutende Teilbereich auf lange Sicht im Wettbewerb um Werbebudgets gegenüber den zahlreichen digitalen Konkurrenzangeboten konkurrenzfähig ist. Auf der anderen Seite verfügt acardo über Chancen in verschiedenen Branchen und ist als führender Anbieter in Deutschland gut aufgestellt, um die sich bietenden Wachstumspotenziale zu nutzen. Vor diesem Hintergrund halten wir die Umsatzplanung für plausibel.

Hinsichtlich der Kostenstruktur geht die Planung von einer sehr deutlichen Verbesserung der Profitabilität aus. Im Geschäftsbereich „Point of Sales“ geht dies insbesondere auf einen starken Anstieg der Rohertragsmarge zurück, der neben der längerfristig höheren Profitabilität des Mietmodells vor allem aus der Übernahme der Fachhändlerincentivierung durch Shift4 resultiert. Darüber hinaus führt die Ausweitung der Umsatzerlöse bei nur moderat steigenden Overhead-Kosten zu einem Anstieg der operativen Rentabilität. Letzteres ist auch im Segment „Couponing und Cashback“ der wesentliche Treiber der Margensteigerung. Die Planung unterstellt, dass eine Ausweitung der Kundenbindungskampagnen ohne wesentliche zusätzliche Kosten erfolgen soll. Auch wenn dies unter der Annahme einer statischen Marktentwicklung eine vertretbare Annahme ist, stehen dem langfristig nicht geplante Risiken aus einer Veränderung der Marktstruktur durch neue Wettbewerber, einer zunehmenden Umgehung von Clearinghäusern durch neue App-Angebote der großen Handelsketten oder einer weitergehenden Verschiebung der Werbebudgets weg von papiergebundenen Vertriebskanälen gegenüber. Die Vergleichsunternehmen der acardo weisen durchgängig Margen auf, die deutlich unter den Planwerten des Segments „Couponing und Cashback“ liegen.

Nach unserer Einschätzung weist die Planungsrechnung insbesondere margenseitig einen hohen Ambitionsgrad auf. Da dies nicht zum Nachteil der außenstehenden Aktionäre ist, haben wir auf eine Plananpassung verzichtet.

5.3. Weitere Planungskomponenten

Finanzergebnis

Das Finanzergebnis haben wir anhand eines integrierten Finanzbedarfs- bzw. Planungsmodells abgeleitet. Ausgangspunkt der Finanzplanung zur Bestimmung des Finanzergebnisses waren die zinstragenden Verbindlichkeiten und Vermögenswerte zum 31. Dezember 2024. Hierzu zählen die Kassenbestände der Vectron Systems-Gruppe sowie die Kaufpreisverbindlichkeiten aus dem Erwerb der acardo.

Letztere haben wir in Höhe der vertraglichen Zinsvereinbarung von 6 % p.a. berücksichtigt. Für die Guthabenverzinsung der Kassenbestände haben wir auf aktuelle EURIBOR-Prognosen (gemäß dem Finanzinformationsdienstleister Bloomberg) abgestellt. Der Guthabenzinssatz für liquide Mittel beträgt zwischen rund 2,3 % p.a. und 3,0 % p.a.

Soweit in der Planungsrechnung aufgrund der Refinanzierung des hohen Kapitalbedarfs der ersten Planjahre aus der Umstellung des Geschäftsmodells sowie den Auszahlungen für die Kaufpreisverbindlichkeiten aus dem Erwerb der acardo (rund EUR 10,3 Mio. in 2026) und die

Rückzahlung eines in Vorjahren gewährten Werbekostenzuschusses des früheren Kooperationspartners Epay (rund EUR 4,0 Mio. in 2025) eine Fremdfinanzierung erforderlich ist, haben wir hierzu eine Verzinsung von rund 4,4 % bis 5,5 % unterstellt, die einem mittleren Rating entspricht. Auskunftsgemäß geht die Gesellschaft davon aus, dass ein zukünftiger Liquiditätsbedarf durch die Hauptaktionärin gedeckt wird. Über die Höhe der möglichen Konditionen liegen der Gesellschaft auskunftsgemäß noch keine Kenntnisse vor.

Weitere wesentliche Zinsaufwendungen oder -erträge bestehen bei der Vectron Systems-Gruppe nicht.

Gemäß dem Stichtagsprinzip sind finanzielle Überschüsse, die den Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, beziehungsweise deren Verwendung festgelegt wurde, nicht mehr für die Ableitung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen. Beschlossene Dividenden bzw. Dividendenzahlungen mindern das Ergebnis und damit die Ertragschancen der Gesellschaft. Im Umkehrschluss stehen damit sämtliche potenzielle Dividendenansprüche, über die noch nicht beschlossen wurde, den Aktionären zu und gehen folglich in die Ertragswertberechnung ein.¹³⁸

Da auf der außerordentlichen Hauptversammlung am 25. April 2025 nicht über die Ausschüttung einer Dividende für das Geschäftsjahr 2024 beschlossen werden soll, ergeben sich keine Abgrenzungsfragen.

Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der Vectron Systems wurde unter Berücksichtigung des gegenwärtigen Stands des Unternehmenssteuerrechts ermittelt. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer (inkl. Solidaritätszuschlag).

Bei der Ermittlung der Ertragsteuern haben wir Unterschiede zwischen HGB und Steuerrecht sowie im Inland gewerbsteuerliche Hinzurechnungen berücksichtigt. Hierzu zählen insbesondere die nach Steuerrecht nicht vorgenommene Aktivierung von Eigenleistungen und die korrespondierenden Abschreibungen.

Die bei der Vectron Systems bestehenden steuerlichen Verlustvorträge haben wir integriert bei der Ableitung der erwarteten zu zahlenden Steuern berücksichtigt. Erfolgt eine integrierte Erfassung der Verlustvorträge im Ertragswert, ist der Ansatz eines Sonderwerts zur Vermeidung einer

¹³⁸ Vgl. OLG Hamburg, 11. April 2003, 11 U 215/02, AG 2003, S. 441 ff.; LG Köln, 1. September 2008, 82 O 151/03, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 4. Juli 2006, 3-5 O 52/05, Beschlusstext S. 10.

Doppelerfassung bei der Bewertung ausgeschlossen.¹³⁹ Die acardo verfügt nicht über steuerliche Verlustvorträge. Da zwischen den beiden Gesellschaften keine steuerliche Organschaft besteht, haben wir die Steuerbemessung getrennt ermittelt.

Latente Steuern wurden aufgrund der fehlenden Zahlungswirksamkeit nicht berücksichtigt.

5.4. Nachhaltiges Ergebnis

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag genauer und sicherer prognostizieren als für die fernere Zukunft. Zudem liegt regelmäßig (nur) für einen begrenzten Zeitraum eine detaillierte Unternehmensplanung vor (Detailplanungsphase). Nach diesem Zeitraum müssen (zwangsläufig vereinfachende) Annahmen über die nachhaltig bzw. in der Unendlichkeit zu erwartenden Überschüsse getroffen werden. Das festzulegende Ertragsniveau des ersten Jahres der ewigen Rente kann entweder zum Ende des Detailplanungszeitraums erreicht sein oder höher (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 betont,¹⁴⁰ dass die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen vom Bewertungsgutachter selbstständig herzuleiten ist. Insofern darf das letzte Planjahr 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 Branchen Kennzahlen ergeben.¹⁴¹

Zur Plausibilisierung des nachhaltigen Ergebnisses werden regelmäßig Ergebnismargen (bspw. EBIT/EBITDA-Margen) herangezogen. Insbesondere bei konjunkturabhängigen, auf Wettbewerbsmärkten tätigen Unternehmen, aber auch grundsätzlich bei Unternehmen, die geschäftsmodell- und/oder rechnungslegungsbedingt schwankende Ergebnisse aufweisen, können margenseitige Durchschnittsbetrachtungen sachgerecht sein. Dahinter steht die in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte Auffassung, nach der das nachhaltige Ergebnis ein in der Unendlichkeit im Durchschnitt zu erwartendes Ergebnis abbilden sollte.¹⁴²

¹³⁹ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 11567, 1573.

¹⁴⁰ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54.

¹⁴¹ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57.

¹⁴² Vgl. ausführlich Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.74 f.

Für die Ableitung des nachhaltig erwarteten Umsatz-, Ergebnis- und Investitionsniveaus der Vectron Systems-Gruppe haben wir diverse Gespräche mit dem planungsverantwortlichen Management geführt. Ferner haben wir die erwartete Margenentwicklung der Peer Group-Unternehmen analysiert.

Der Detailplanungshorizont umfasst den Zeitraum bis 2031. Allerdings ist hierbei zu beachten, dass die Planung im Segment „Point of Sales“ auch noch im Jahr 2031 den weiteren Zugewinn neuer Kunden aus den mit Shift4 gemeinsam vertriebenen Produkten vorsieht. Um den Ganzjahreseffekt dieser z.T. erst unterjährig zugehenden Neukunden zu berücksichtigen, hat die Gesellschaft ein Übergangsjahr 2032 modelliert. Darüber hinaus haben wir in Abstimmung mit dem Vorstand unterstellt, dass nachhaltig (ab dem Übergangsjahr 2032) seitens Shift4 aufgrund der positiven Ertragslage der Gesellschaft zum Ende des Detailplanungszeitraums keine Einmalprovisionen für den Abschluss neuer Shift4-Payment-Verträge mehr anfallen werden. Hintergrund dieser Annahme ist - wie vorstehend bereits ausgeführt - die Überlegung, dass diese Einmalprovisionen im Kern als Ausgleich für anfängliche Umsatzausfälle aus dem Übergang des Geschäftsmodells von Kasserverkäufen gegen (hohe) Einmalkaufpreise hin zu (geringen) monatlich anfallenden Mieteinnahmen gedacht sind und diese im eingeschwungenen Zustand daher keine Berechtigung mehr haben. In dem zwischen Vectron Systems und Shift4 bestehenden Kooperationsvertrag ist eine ergebnisabhängige Anpassung der Konditionen insoweit bereits angelegt. Darüber hinaus haben wir für das nachhaltige Ergebnis (erstmalig für das Übergangsjahr 2032) berücksichtigt, dass der nachhaltig vermietete Kassenbestand in regelmäßig wiederkehrenden Abständen erneuert werden muss und die mit den für das Ende der Detailplanungsphase geplanten Einkaufspreisen ermittelten Wiederbeschaffungswerte angesetzt. Hierfür haben wir in Abstimmung mit der Gesellschaft eine ökonomische Nutzungsdauer von sieben Jahren für stationäre Kassen und von vier Jahren für mobile Kassen und Peripheriegeräte unterstellt. Das Übergangsjahr 2032 stellt nach Einschätzung des Vorstands und unserer Einschätzung einen geeigneten Aufsattpunkt für die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses dar.

In Abstimmung mit der Gesellschaft haben wir die erwarteten Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung in der Phase der ewigen Rente (2033 ff.) durch Fortschreibung des Übergangsjahrs 2032 mit der unternehmensindividuellen Wachstumsrate von 1,0 % angesetzt.

5.5. Erfolgsrechnung

Zusammengefasst ergibt sich folgende Erfolgsrechnung:

Vectron Systems-Gruppe	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031	ÜG 2032	TV 2033
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	43.078	46.604	51.841	53.340	56.822	59.887	62.891	62.709	63.336
Aktiviere Eigenleistungen	400	400	400	400	400	400	400	404	408
Gesamtleistung	43.478	47.004	52.241	53.740	57.222	60.287	63.291	63.113	63.744
Materialaufwand und Fachhändlerprovisionen	12.626	10.413	9.102	6.797	5.947	5.356	5.160	5.258	5.311
Rohrertrag	30.852	36.591	43.139	46.943	51.275	54.931	58.131	57.855	58.433
Sonstige betriebliche Erträge	180	180	180	183	184	184	185	187	189
Personalaufwand	18.857	19.911	21.246	21.859	22.233	22.614	23.002	23.232	23.464
Sonstige betr. Aufwendungen	9.537	10.324	10.890	11.354	11.739	12.123	12.516	12.641	12.768
EBITDA	2.638	6.536	11.183	13.913	17.487	20.378	22.798	22.168	22.390
Abschreibungen	1.442	2.181	3.088	4.220	5.410	6.598	7.779	7.498	7.573
EBIT	1.196	4.355	8.094	9.692	12.077	13.781	15.018	14.671	14.817
Finanzergebnis	145	-2	-41	12	-5	5	59	108	124
EBT	1.341	4.353	8.054	9.705	12.073	13.786	15.078	14.779	14.942
Ertragsteuern	-1.152	-1.401	-1.977	-2.243	-2.556	-2.792	-3.142	-4.851	-4.905
Jahresergebnis	189	2.951	6.077	7.462	9.516	10.994	11.936	9.928	10.037
Wachstum									
Gesamtleistung	6,1%	8,1%	11,1%	2,9%	6,5%	5,4%	5,0%	-0,3%	1,0%
EBIT	n/a	264,2%	85,9%	19,7%	24,6%	14,1%	9,0%	-2,3%	1,0%
in % der Gesamtleistung									
Rohrertrag	71,0%	77,8%	82,6%	87,4%	89,6%	91,1%	91,8%	91,7%	91,7%
Sonstige betriebliche Erträge	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Personalaufwand	43,4%	42,4%	40,7%	40,7%	38,9%	37,5%	36,3%	36,8%	36,8%
Sonstige betr. Aufwendungen	21,9%	22,0%	20,8%	21,1%	20,5%	20,1%	19,8%	20,0%	20,0%
EBITDA	6,1%	13,9%	21,4%	25,9%	30,6%	33,8%	36,0%	35,1%	35,1%
EBIT	2,8%	9,3%	15,5%	18,0%	21,1%	22,9%	23,7%	23,2%	23,2%
Jahresergebnis	0,4%	6,3%	11,6%	13,9%	16,6%	18,2%	18,9%	15,7%	15,7%

5.6. Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen

Die Planungsrechnung der Vectron Systems-Gruppe enthält keine explizite Ausschüttungsplanung. Auch liegt keine quantifizierte Aussage des Vorstands über die zukünftige Ausschüttungspolitik vor, was vor allem der bisherigen und auch für 2025 erwarteten Verlustsituation der Vectron Systems geschuldet ist. Entsprechend hat Vectron Systems in der Vergangenheit keine Ausschüttungen vorgenommen. Der Vorstand geht aufgrund des hohen Finanzierungsbedarfs der kommenden Jahre davon aus, dass vor 2028 keine Dividendenzahlung erfolgen wird.

Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten haben wir die historische Ausschüttungspolitik der Peer Group-Unternehmen analysiert. Diese weist eine erhebliche Heterogenität auf. Im Durchschnitt lag die Ausschüttungsquote der Peer Group-Unternehmen in den vergangenen Jahren bei rund 45 %.

Vor diesem Hintergrund haben wir für den Zeitraum bis einschließlich 2027 eine vollständige Thesaurierung der Konzernjahresüberschüsse unterstellt. Für die sich anschließenden Detailplanungsjahre ab 2028 sowie in der Phase der ewigen Rente haben wir eine Ausschüttungsquote von 45 % angesetzt, die etwa in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens liegt und sich an der Peer Group orientiert. Da der Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ bereits ab 2028 grundsätzlich einen eingeschwungenen Zustand erreicht hat, haben wir das auf die acardo entfallende Jahresergebnis ab 2028 vollständig den Eigentümern zugerechnet („fiktive Vollausschüttung“) und einkommensteuerlich zu 45 % als Wertbeitrag aus Ausschüttungen und zu 55 % als Wertbeitrag aus Thesaurierungen behandelt. Für den Geschäftsbereich „Point of Sales“ haben wir vor dem Erreichen des eingeschwungenen Zustands im Jahr 2032 eine Ausschüttung von 45 % des Jahresergebnisses unterstellt. Den Restbetrag haben wir thesauriert. Auf Konzernebene führen die getroffenen Annahmen zu einer sich im Zeitablauf verändernden rechnerischen einkommensteuerlichen Ausschüttungsquote bezogen auf den Auskehrungsbetrag zwischen 62,0 % (2028) und 71,6 % (2031). Im Übergangsjahr (2032) und in der Phase der ewigen Rente (2033 ff.) haben wir (mit Ausnahme der Wachstumsthesaurierung) eine fiktive Vollausschüttung der Jahresergebnisse beider Bereiche unterstellt und diese in Höhe der Ausschüttungsquote von 45 % als Wertbeitrag aus Ausschüttung, im Übrigen als Wertbeitrag aus Thesaurierung behandelt.

Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme ist grundsätzlich um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag zu vermindern. Aufgrund des bei der Vectron Systems bestehenden steuerlichen Einlagekontos sind die Ausschüttungen in einem gewissen Umfang nicht abgeltungsteuerpflichtig. Dies gilt nur, sofern eine Ausschüttung den „ausschüttbaren Gewinn“ i.S. von § 27 Abs. 1 S. 5 KStG übersteigt und insoweit die

Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto erfolgt.¹⁴³ Die temporäre Steuerfreiheit haben wir integriert bei der Ermittlung der Abgeltungsteuer (zzgl. Solidaritätszuschlag) auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen berücksichtigt.

Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen werden mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet. Diese umfassen zum einen die Wertbeiträge aus Thesaurierung und zum anderen sog. inflationsbedingte Veräußerungsgewinne.

5.7. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung der Alternativinvestition 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.

a) Basiszinssatz

Ausgangspunkt für die Bestimmung des „risikolosen“ Basiszinses ist die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Die Zinsstrukturkurve zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristäquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.¹⁴⁴

Als Datenbasis werden die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank herangezogen, die als Schätzwerte auf der Grundlage von beobachteten Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden. Die notwendigen Parameterschätzer finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Mittels dieser Parameter lassen sich Zinssätze für hypothetische Zerobonds ableiten und damit tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis zu 30 Jahren 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 mangels verfügbarer Marktdaten aus gehandelten Anleihen für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze und aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten die

¹⁴³ Vgl. Thüringer OLG, 3. Mai 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 21; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 71 (BeckRS); Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1572 f.

¹⁴⁴ Vgl. OLG München, 30. November 2006, 31 Wx 59/06, AG 2007, S. 411, 412.

Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert konstant fortgeschrieben werden.¹⁴⁵

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die **drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate** herangezogen.¹⁴⁶ Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.¹⁴⁷

Entsprechend der Empfehlung des FAUB¹⁴⁸ ist der einheitliche Basiszinssatz größer 1,0 % auf 1/4-Prozentpunkte **kaufmännisch zu runden** (unter 1,0 % auf 1/10-Prozentpunkte). Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden.¹⁴⁹

Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt¹⁵⁰ und (2) der Ausgleich von geringfügigen Veränderungen des Basiszinssatzes im Nachkommabereich während des Bewertungsprozesses, vor allem aber in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten und dem Tag der Hauptversammlung.¹⁵¹ Das OLG München hat diesen Gesichtspunkt explizit hervorgehoben und ausgeführt, dass die Rundung nicht zuletzt auch der Planungs- bzw. Rechtssicherheit und dem Informationsbedürfnis der außenstehenden Aktionäre diene.¹⁵²

Auf Basis der veröffentlichten aktuellen Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Dreimonatszeitraum vom 21. Dezember 2024 bis zum 20. März 2025 ergibt sich ein einheitlicher **Basiszinssatz** (vor Steuern) von gerundet **2,75 %**.

¹⁴⁵ Vgl. IDW-FN 2008, S. 491.

¹⁴⁶ Vgl. OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 16; OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 46 (BeckRS); m.w.N. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.92.

¹⁴⁷ Vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 4.2 i.V.m. Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

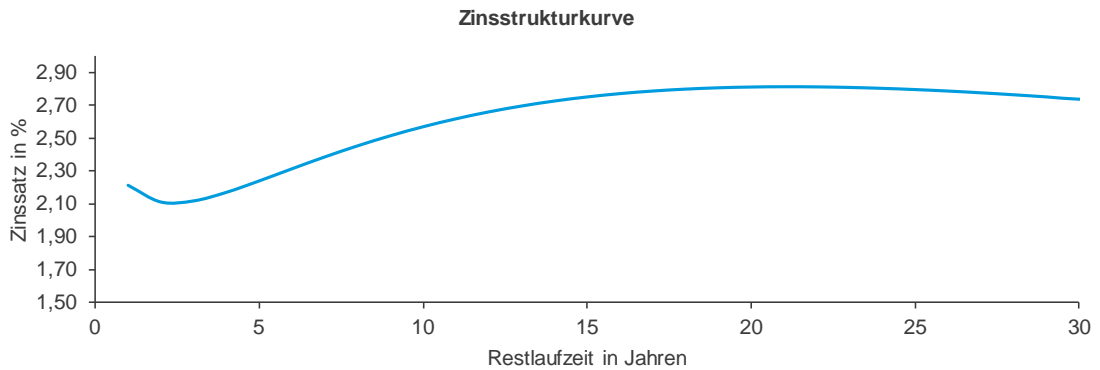
¹⁴⁸ Vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.

¹⁴⁹ Vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 61 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 50 (BeckRS).

¹⁵⁰ Vgl. 86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556.

¹⁵¹ Vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 929.

¹⁵² Vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 64 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 52 (BeckRS).



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung.

Der Basiszinssatz wird um die **Abgeltungsteuer einschließlich SolZ** von 26,375 % vermindert.¹⁵³ Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 2,02 %.

b) Risikozuschlag

Der Risikozuschlag wird in der Praxis regelmäßig mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet. 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 objektivierte Risikozuschlags.¹⁵⁴

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. Der unternehmensspezifische Risikozuschlag lässt sich in zwei

¹⁵³ Vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 2 76/19, Tz. 52 (BeckRS); OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 61 (BeckRS); LG Berlin, 20. Juni 2023, 102 O 49/14, Beschlusstext S. 59.

¹⁵⁴ Vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 85 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 21; OLG Düsseldorf, 20. April 2023, 26 W 8/20, Tz. 33 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 123 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Tz. 52 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16, Beschlusstext, S. 9; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 105 (BeckRS).

empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor, zerlegen.

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“. ¹⁵⁵ Dasselbe muss auch für die bei der Umsetzung der Bewertungsmethode anzusetzenden Parameter gelten, d.h. auch für die Marktrisikoprämie. Allerdings ist eine empirisch genaue und unter allen Kapitalmarktbedingungen eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie – als Punktschätzung – nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich. ¹⁵⁶

In der Praxis als Expertenauffassung 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. ¹⁵⁷

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. ¹⁵⁸ Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht allein auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Die derzeit aktuelle Empfehlung des FAUB basiert auf der in der Sitzung vom 22. Oktober 2019 getroffenen Entscheidung. Demnach wurde auf Basis der damaligen Erkenntnisse und Analysen die zuvor gültige Bandbreitenempfehlung auf eine **Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** leicht nach oben erweitert. ¹⁵⁹

In der Sitzung vom 30. Januar 2023 hat der FAUB festgestellt, dass zwar seit Februar 2022 deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten seien. Allerdings gehe dies mit ebenfalls deutlich gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der Ex-Ante-Methode

¹⁵⁵ Bspw. OLG Stuttgart, 20. August 2018, 20 W 2/13, Tz. 61 (BeckRS); BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14, Tz. 33, 42 (juris); BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14, Tz. 21 (juris).

¹⁵⁶ Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 67 (BeckRS); Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15, Tz. 52 (BeckRS).

¹⁵⁷ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Bremen, 29. März 2019, 2 W 68/18, Tz. 47 (BeckRS); OLG Stuttgart, 26. Juni 2019, 20 W 27/18, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 22; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 73 (BeckRS).

¹⁵⁸ Vgl. für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 806-825.

¹⁵⁹ Vgl. IDW Life 2019, S. 818 f.

(implizite Kapitalkosten) einher. Auch in der Folgezeit hat der FAUB die Entwicklung des Kapitalmarktumfelds weiterhin genau beobachtet. Auch in seiner jüngsten Sitzung hielt es der FAUB 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 orientieren¹⁶⁰.

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.¹⁶¹ 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.¹⁶²

Im vorliegenden Fall haben wir die **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 5,75 %** festgelegt. Damit erfolgt die Verdichtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB auf den Mittelwert der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Dieser Mittelwert der derzeitigen Bandbreitenempfehlung wurde auch in jüngeren Beschlüssen in Spruchverfahren anerkannt.¹⁶³

Betafaktor

Der Betafaktor misst im Rahmen des (Tax-) CAPM das systematische, nicht durch Portfoliobil-
dung diversifizierbare Risiko der Aktie und wird als Maß für die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos gesehen.¹⁶⁴ Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert.¹⁶⁵

¹⁶⁰ Vgl. Berichterstattung über die 169. Sitzung des FAUB am 21. März 2024.

¹⁶¹ Vgl. IDW Fachnachrichten 2/2012, S. 122; OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 18.

¹⁶² Vgl. auch: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 180.

¹⁶³ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext S. 37; OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 22; LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/222, Beschlusstext S. 72; LG Hamburg, 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21, Beschlusstext S. 16; LG München I, 14. Dezember 2023, 5 HK O 11456/21, Beschlusstext S. 79; LG Hamburg, 3. November 2023, 403 HKO 90/22, Beschlusstext S. 19; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 64; LG München I, 30. Juni 2023, 5 HK O 4509/21, Beschlusstext S. 81; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 55; LG Stuttgart, 16. Mai 2023, 40 O 64/20, Beschlusstext S. 35; LG Frankenthal (Pfalz), 20. März 2023, 2 HK O 55/21, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 25. November 2021, 3-05 O 13/20, Beschlusstext S. 19 (insoweit nicht dargestellt in BeckRS 2020, 53852, Tz. 61 (bei der dortigen Angabe des Entscheidungsdatums mit dem Jahr 2020 handelt es sich um einen redaktionellen Fehler)).

¹⁶⁴ Vgl. nur OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98, Tz. 46 (juris).

¹⁶⁵ Vgl. nur OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08, AG 2010, S. 510; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11, AG 2011, S. 828.

Das bewertungsrelevante, systematische Risiko eines Unternehmens lässt sich 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.

Aussagekraft der Betafaktoren

Als Ausgangspunkt für die Schätzung des Betafaktors wird in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung regelmäßig auf historische Aktienrenditen abgestellt. Bei der praktischen Betaermittlung im Rahmen des CAPM wird eine lineare Regression mit einer Variablen durchgeführt. Der Betafaktor wird demnach anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (als zu erklärende, abhängige Variable) auf die Rendite eines Aktienindex (als erklärende, unabhängige Variable) ermittelt. Die Güte der Regressionsfunktion sowie – spezifischer – des Regressionskoeffizienten wird regelmäßig anhand statistischer Instrumente überprüft. Bei der Prüfung der Regressionsfunktion geht es darum, ob und wie gut die Aktienkursrendite durch die Indexrendite erklärt wird (Güte des Modells). Als typisches Gütemaß wird hier auf das Bestimmtheitsmaß R^2 abgestellt. Zur Prüfung des Regressionskoeffizienten Beta dient vor allem der t-Test. In den Fällen, in denen der empirisch gemessene Regressionskoeffizient Beta nicht mit einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit von dem in der Nullhypothese vorzugebenden Wert (normalerweise Null) unterschieden werden kann und dies nicht durch eine ökonomisch begründete Einschätzung erklärt werden kann, verliert der gemessene Wert seine Aussagekraft und damit zugleich seine Eignung als Schätzer für den Betafaktor.¹⁶⁶

Grundvoraussetzung 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 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“.¹⁶⁷

Daneben ist zu beachten, dass aus dem reinen „Erfüllen“ von einzelnen, mehreren oder 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

¹⁶⁶ Vgl. ausführlich: Popp/Merkle, DB 2025, S. 271 ff.

¹⁶⁷ Vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

Hinblick auf Strukturbrüche oder **verzerrende Ereignisse**, bspw. Übernahmerüchte/-verfahren vorzunehmen. Bei **(faktisch) beherrschten Unternehmen** wird der (originäre) Betafaktor regelmäßig keine Prognoseeignung für die Unternehmensbewertung aufweisen.¹⁶⁸

In der Praxis werden überwiegend **Beobachtungszeiträume** von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet.¹⁶⁹ Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren.¹⁷⁰ Lange Zeiträume, in denen Strukturbrüche stattgefunden haben, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet.¹⁷¹ Kurzfristig gemessene Betafaktoren können einerseits durch die Covid 19-Pandemie bzw. die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine beeinflusst sein, da an den Börsen hohe Kursschwankungen zu beobachten sind. Andererseits ist es gerade im aktuellen Umfeld auch geboten, krisenbedingte Veränderungen des Betafaktors zu berücksichtigen, soweit diese aus einer nachhaltigen Veränderung des Geschäftsmodells resultieren.¹⁷²

Raw und Adjusted Beta

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta“ bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungformel mit einem Gesamtmarktbeta von eins in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta“. Die Adjustierungsformel setzt an den verschuldeten Betafaktoren an. Erst nachfolgend wird das Unlevern vorgenommen.

Das Adjusted Beta entsprechend der sogenannten „Blume-Anpassung“ stellt im Finanzbereich die am häufigsten genutzte Beta-Definition dar.¹⁷³ Bei diesem Verfahren wird das Raw Beta mit 0,667 (=2/3) multipliziert und 0,333 hinzuaddiert.

¹⁶⁸ Vgl. mit Nachweisen zur Rechtsprechung: Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 329.

¹⁶⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 63 (juris).

¹⁷⁰ Vgl. OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 214 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08, Beschlusstext S. 27.

¹⁷¹ Vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Tz. 204 (juris).

¹⁷² Vgl. Castedello/Tschöpel: Auswirkungen von COVID-19 auf die Unternehmensbewertung, WPg 2020, 914; Fachlicher Hinweis des FAUB zu den Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen vom 25. März 2020, Fachlicher Hinweis des FAUB zu den Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen vom 20. März 2022.

¹⁷³ Vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77.

In der Bewertungspraxis wird sowohl auf Adjusted- als auch auf Raw-Betafaktoren zurückgegriffen.¹⁷⁴ Der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten Betafaktoren ein genereller Vorrang eingeräumt würde und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird.¹⁷⁵

Konkrete Vorgehensweise

Entsprechend der üblichen Praxis haben wir, basierend auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg, Betafaktoren über einen **fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit monatlichen Renditen** sowie für einen **Beobachtungszeitraum von zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen** ermittelt. Wir haben unserer Analyse für beide Zeitraum-Intervall-Kombinationen sowohl einen breiten lokalen Vergleichsindex (z.B. CDAX Performance-Index) als auch einen breiten globalen Index (MSCI World Total Return Index) zugrunde gelegt. Da in der Bewertungspraxis sowohl auf verschuldete adjustierte als auch auf raw-Betafaktoren zurückgegriffen wird, haben wir beide Größen ermittelt und dargestellt. Die Aussagekraft der ermittelten Betafaktoren haben wir anhand statistischer Kriterien (z.B. t-Test) sowie der Liquidität der Aktie (z.B. Geld-Brief-Spanne) überprüft.

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren um Kapitalstruktureffekte haben wir die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (so genanntes „**Unlevern**“). Die Umrechnung haben wir nach einer Anpassungsformel unter der Annahme unsicherer Tax Shields sowie unter der Annahme ausfallrisikobehafteter Fremdkapitalbestände („Debt Beta“) auf Basis des Verhältnisses von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals vorgenommen.

Im Rahmen der Ertragswertberechnung ist dann der unverschuldete Betafaktor periodenspezifisch anhand des Verschuldungsgrads wieder anzupassen (so genanntes „**Relevern**“).

Originärer Betafaktor und/oder Peer Group Betafaktor

Für börsennotierte Unternehmen kann grundsätzlich ein – historischer – Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist nach der herrschenden Auffassung in der Bewertungs- und Rechtspraxis ein unternehmenseigener Betafaktor aufgrund beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe

¹⁷⁴ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410.

¹⁷⁵ Vgl. 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).

bzw. dem Bekanntwerden der Strukturmaßnahme (hier: beabsichtigter Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag) grundsätzlich ungeeignet. Vielmehr muss die Messperiode für die Ermittlung des **unternehmenseigenen Betafaktors** (spätestens) am **Tag der Bekanntmachung der Maßnahme** enden.¹⁷⁶

Bei mangelnder Aussagekraft des originären Betafaktors sowie zu Plausibilisierungszwecken wird entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe internationaler börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Dieses Vorgehen wird auch von der Rechtsprechung anerkannt.¹⁷⁷ Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen.¹⁷⁸

Originärer Betafaktor der Vectron Systems

Da die Vectron Systems bis zur Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen, im Freiverkehr an verschiedenen Börsenplätzen gehandelt war, haben wir den originären Betafaktor der Vectron Systems untersucht. In diesem Zusammenhang ist insbesondere auch die Aussagekraft des Börsenkurses der Vectron Systems zu berücksichtigen.

Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse haben wir vor diesem Hintergrund zunächst auf den 31. Mai 2024 (inklusive), den Tag vor Ankündigung des Business Combination Agreements als letztem Tag ohne Vorliegen einer Kursbeeinflussung, abgestellt. Ergänzend haben wir auf den 25. September 2024, den letzten Handelstag vor Bekanntgabe der Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu schließen, abgestellt.

Über einen zweijährigen Beobachtungszeitraum ergibt sich für beide Stichtage eine Geld-Brief-Spanne, die mit 3,04 % (zum 31. Mai 2024) bzw. 2,64 % (zum 25. September 2024) deutlich über den von der Rechtsprechung genannten Kriterien für eine mangelnde Aussagekraft bzw. Prognoseeignung der Betafaktoren liegt. Zum 31. Mai 2024 ist der Betafaktor für einen zweijährigen Beobachtungszeitraum und wöchentlichen Renditeintervallen bei Verwendung des globalen

¹⁷⁶ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.115; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07 (13), Tz. 36 (juris); LG Hannover, 2. März 2016, 13 O 191/09, Beschlusstext S. 31; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07, Tz. 145 (juris).

¹⁷⁷ Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 99 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 56 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 f. (juris); OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15, Tz. 60 (juris).

¹⁷⁸ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 30; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 142 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 25; OLG Hamburg, 18. September 2015, 13 W 44/14, Beschlusstext S. 12; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 64 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07, Tz. 224 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43.

Index zudem statistisch nicht signifikant. Da die rechnerisch sich ergebenden zweijährigen Betafaktoren somit nicht aussagekräftig sind, haben wir auf eine Darstellung verzichtet.

Die Ergebnisse unserer Berechnungen für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen sind in der folgenden Tabelle zunächst zum Stichtag 31. Mai 2024 zusammengefasst:

Zeitraum / Intervall	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Fünf Jahre / monatlich	CDAX Index	1,78	1,52	1,88	1,60
	GDUEACWF Index*	2,14	1,76	2,26	1,86
Mittelwert		1,96	1,64	2,07	1,73

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

In der folgenden Tabelle werden die Ergebnisse der Berechnungen zum Stichtag 25. September 2024 (letzter Handelstag vor Ankündigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags) dargestellt:

Zeitraum / Intervall	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Fünf Jahre / monatlich	CDAX Index	1,71	1,47	1,78	1,53
	GDUEACWF Index*	2,04	1,69	2,12	1,76
Mittelwert		1,87	1,58	1,95	1,65

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Auch für die fünfjährigen Betafaktoren liegen die Geld-Brief-Spannen mit 1,99 % (zum 31. Mai 2024) bzw. 1,94 % (zum 25. September 2024) vergleichsweise hoch. Zerlegt man die Betrachtungszeiträume in Jahresscheiben, so zeigen sich zum Teil auch Werte von deutlich über 2,00 % (vgl. unsere Analyse des Börsenkurses in Abschnitt 4.3).

Davon losgelöst liegen die unlevered Betas in einer Bandbreite (über beide Stichtage gesehen) von 1,53 bis 2,26.

Vor dem Hintergrund des hohen zeitlichen Abstands beider Auswertungsstichtage zum Bewertungsstichtag sowie der vergleichsweise geringen Liquidität der Vectron Systems-Aktie halten wir den Ansatz des originären Betafaktors vorliegend für nicht sachgerecht. Soweit aus den zeitlich weiter entfernten Stichtagen gleichwohl Rückschlüsse auf die Höhe des originären Betafaktors gezogen werden sollen, so sprechen diese für Werte im Bereich von etwa 1,8.

Peer Group-Betafaktor

Ergänzend haben wir entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe internationaler börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt.

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 Bewertungsobjekts und sind unvermeidbar.¹⁷⁹ Daher sind hinsichtlich ihres Geschäftsmodells, spezifischer Produktsegmente und Produktart, regionaler Abdeckung und Größe vergleichbare Unternehmen zu suchen.¹⁸⁰ Gegebenenfalls muss breiter gefächert werden.¹⁸¹

Zur Herleitung einer geeigneten Peer Group haben wir die operative Geschäftstätigkeit sowie die Wettbewerbssituation der Vectron Systems analysiert (vgl. Abschnitt 2.2.c). Auf dieser Basis haben wir anhand einer Bloomberg-Recherche, einer Analyse der Geschäftsmodelle sowie anhand von Diskussionen mit dem Management im Hinblick auf das operative Risiko der Vectron Systems vergleichbare börsennotierte Unternehmen identifiziert. Die wesentliche Geschäftstätigkeit der Vectron Systems-Gruppe besteht aus dem Vertrieb von Kassensystemen und zugehörigen Dienstleistungen im Gastronomie- und Bäckereigewerbe. Zukünftig gewinnt die Vermittlung von Zahlungsdienstleistungsverträgen und das über die umsatzabhängige Provisionierung damit verbundene Risiko ebenfalls eine wesentliche Bedeutung. Ergänzt wird das Geschäftsmodell um die Aktivitäten von acardo im Bereich der Kundenaktivierung und Rabattcouponerstellung. Da die Vectron Systems die Eigenfertigung von Kassensystemen im Jahr 2023 eingestellt hat, haben wir bei unserer Unternehmensauswahl keine Hersteller von Kassensystemen berücksichtigt. Zudem haben wir keine reinen Softwarehersteller in die Peer Group aufgenommen.

Die Aussagekraft der ermittelten Betafaktoren haben wir mittels statistischer Signifikanzkriterien (z.B. t-Test) geprüft. Ferner haben wir die Liquidität des Aktienhandels der Peer Group-Unternehmen im Wesentlichen anhand der Geld-Brief-Spannen und der durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina analysiert. Nach dieser Prüfung weist HighCo keine ausreichende Liquidität auf, so dass wir dieses Unternehmen nicht für Zwecke der Betafaktorermittlung berücksichtigt haben. Für die übrigen Peer Group-Unternehmen erfüllen alle Betafaktoren mit Ausnahme von Smaregi bei lokalen Indizes über einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum sowie Nayax und Edenred bei globalen Indizes über einen zweijährigen Betrachtungszeitraum die erforderlichen Kriterien.

¹⁷⁹ Vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 61 (BeckRS).

¹⁸⁰ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 112 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 11. Mai 2020, 26 W 14/17, Tz. 49 (BeckRS).

¹⁸¹ Vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 68 (BeckRS).

Darstellung der Betafaktoren der Peer Group

Die Betafaktoren der Peer Group haben wir sowohl für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen als auch für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen zum Ende der Bewertungsarbeiten ermittelt. Für beide Zeitraum-Intervall-Konstellationen haben wir als Referenzindizes sowohl breite (lokale) Landesindizes als auch den globalen MSCI World Total Return Index herangezogen. Toast konnte aufgrund einer zu kurzen Kurshistorie bei einem Betrachtungszeitraum von fünf Jahren nicht berücksichtigt werden. Für Shift4, die seit rund vier Jahren börsennotiert ist, haben wir hilfsweise einen vierjährigen Betrachtungszeitraum bei monatlichen Renditeintervallen zugrunde gelegt.

Nachfolgend stellen wir die Ergebnisse unserer Analyse der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen für die Parameterkombinationen im Einzelnen dar.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von zwei Jahren** bei **wöchentlichen Renditen** basierend auf **lokalen Vergleichsindizes** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Lightspeed	SPTSX Index	2,00	1,67	2,81	2,33
Toast	DWCFT Index	1,81	1,54	1,97	1,67
Shift4	DWCFT Index	2,25	1,83	1,90	1,54
Smaregi	NDDLJN Index	0,92	0,95	1,02	1,04
Global Payments	DWCFT Index	0,90	0,94	0,59	0,62
Nayax	TA-125 Index	0,75	0,83	0,76	0,84
Groupon	DWCFT Index	2,35	1,90	1,91	1,55
Edenred	SBF250R Index	0,92	0,95	0,83	0,85
Mittelwert				1,47	1,31

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Bei Verwendung eines **Betrachtungszeitraums von zwei Jahren, wöchentlichen Renditen** und eines **globalen Vergleichsindex** ergeben sich die folgenden Ergebnisse:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Lightspeed	GDUEACWF Index	2,06	1,71	2,89	2,39
Toast	GDUEACWF Index	2,13	1,75	2,31	1,90
Shift4	GDUEACWF Index	2,33	1,89	1,96	1,59
Smaregi	GDUEACWF Index	0,67	0,78	0,74	0,86
Global Payments	GDUEACWF Index	0,86	0,91	0,57	0,60
Nayax	GDUEACWF Index		nicht signifikant		
Groupon	GDUEACWF Index	2,65	2,10	2,15	1,71
Edenred	GDUEACWF Index		nicht signifikant		
Mittelwert				1,77	1,51

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf **lokalen Vergleichsindizes** sind nachfolgend dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Lightspeed	SPTSX Index	2,90	2,27	3,43	2,68
Toast	DWCFT Index		nicht 5J börsennotiert		
Shift4*	DWCFT Index	1,78	1,52	1,57	1,34
Smaregi	NDDLJN Index		nicht signifikant		
Global Payments	DWCFT Index	0,97	0,98	0,78	0,79
Nayax	TA-125 Index		nicht 5J börsennotiert		
Groupon	DWCFT Index	1,29	1,20	1,46	1,35
Edenred	SBF250R Index	0,67	0,78	0,62	0,72
Mittelwert				1,57	1,38

*keine vollen 5 Jahre - maximal verfügbare Daten wurden verwendet (56 Datenpunkte)

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse für einen **Betrachtungszeitraum von fünf Jahren** bei **monatlichen Renditen** basierend auf einem **globalen Vergleichsindex** sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

Name	Index	Levered Beta raw	Levered Beta adj.	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Lightspeed	GDUEACWF Index	2,90	2,27	3,43	2,68
Toast	GDUEACWF Index		nicht 5J börsennotiert		
Shift4*	GDUEACWF Index	1,84	1,56	1,62	1,38
Smaregi	GDUEACWF Index	1,01	1,01	1,10	1,09
Global Payments	GDUEACWF Index	1,17	1,12	0,93	0,89
Nayax	GDUEACWF Index		nicht 5J börsennotiert		
Groupon	GDUEACWF Index	1,87	1,58	2,12	1,79
Edenred	GDUEACWF Index	0,64	0,76	0,60	0,71
Mittelwert				1,63	1,42

*keine vollen 5 Jahre - maximal verfügbare Daten wurden verwendet (56 Datenpunkte)

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse der Analyse auf Basis der **Mittelwerte der Vergleichsunternehmen** sind nachfolgend dargestellt:

Zeitraum / Intervall	Index	Unlevered Beta raw	Unlevered Beta adj.
Zwei Jahre Wöchentlich	Lokale Indizes	1,47	1,31
	GDUEACWF Index*	1,77	1,51
Fünf Jahre Monatlich	Lokale Indizes	1,57	1,38
	GDUEACWF Index*	1,63	1,42

*MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Mittelwerte der Peer Group Betafaktoren liegen in einer Bandbreite von unverschuldeten Betafaktoren (raw) von 1,47 bis 1,77. Bei Verwendung adjustierter Betafaktoren liegen die Mittelwerte unverschuldeter Betafaktoren zwischen 1,31 und 1,51.

Würdigung

Die einzelnen Peer Group-Unternehmen weisen insgesamt eine sehr weite Bandbreite an unverschuldeten Betafaktoren auf. Zum Teil ergeben sich Betafaktoren von über drei. Auch der originale Betafaktor der Vectron Systems deutet allerdings auf einen vergleichsweise hohen Wert hin. Shift4 als Muttergesellschaft der Vectron Systems weist einen unverschuldeten Betafaktor auf, der im Bereich von 1,3 bis 2,0 liegt.

Nach Auffassung des OLG Düsseldorf übersteigen sich rechnerisch aufgrund eines bestehenden hohen Verschuldungsgrads ergebende periodenspezifische verschuldete Betafaktoren im Bereich zwischen 2 und 5 die am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktoren deutlich.¹⁸²

Im Wege einer Gesamtbetrachtung legen wir den **unverschuldeten Betafaktor** der Vectron Systems gutachterlich mit **1,1** fest.

5.8. Nachhaltige Wachstumsrate

a) Methodische Überlegungen zum Wachstumsabschlag

Ursachen und Abbildung des Wachstums finanzieller Überschüsse

Als Quellen des Wachstums finanzieller Überschüsse lassen sich rein realwirtschaftliche 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.¹⁸³

In dem Planungszeitraum ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Auch in den Geschäftsjahren der **ewigen Rente** werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnungen und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

¹⁸² Vgl. OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 66 (BeckRS).

¹⁸³ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.

Ausgehend von den vorstehend genannten Ursachen des Wachstums finanzieller Überschüsse ist zunächst die Frage zu klären, welche Effekte hiervon im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen sind.

Ursachen des Wachstums der finanziellen Überschüsse			
Kapazitätsoptimierung	Kapazitätserweiterung	inflationsbedingtes Wachstum	
Berücksichtigung in der Detailplanungsphase	direkte Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung	keine direkte Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung	finanzielle Überschüsse wachsen mit der unternehmensspezifischen Inflationsrate
		Dividend Discount Model	Ertragswertverfahren
Berücksichtigung im Wachstumsabschlag			
Nein	Nein	Ja (Gesamtwachstumsrate)	Ja

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 1028, Kap. A, Tz. 451

In der ewigen Rente wird zumeist von einer expliziten Abbildung von Kapazitätsoptimierungen abgesehen. Im Hinblick auf die Berücksichtigung von Kapazitätserweiterungen sind mit dem Ertragswertverfahren und dem Dividend Discount Model zwei alternative Modelle zu unterscheiden, die bei konsistenten Annahmen zum selben Wert führen.

Beim **Ertragswertverfahren** nach IDW S 1 i.d.F. 2008 bestehen die zu diskontierenden Nettoeinnahmen nachhaltig nicht nur aus dem Wertbeitrag aus Ausschüttungen, sondern auch aus dem Wertbeitrag aus Thesaurierungen. In der ewigen Rente erwartete Kapazitätserweiterungen als Resultat von Thesaurierungen bzw. thesaurierungsbedingte Wachstumseffekte werden demnach durch eine direkte Zurechnung als Wertbeitrag aus Thesaurierung erfasst, so dass hierfür kein Wachstumsabschlag erforderlich ist.¹⁸⁴

Aufgrund der mit Ausnahme der notwendigen Thesaurierung für das Wachstum des wirtschaftlichen Eigenkapitals vollständigen Zurechnung der finanziellen Überschüsse (sog. fiktive Vollausschüttung) bildet der Wachstumsabschlag im Ertragswertverfahren primär das **inflations- bzw. preisbedingte Wachstum** der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente ab,¹⁸⁵ maßgeblich ist die unternehmensspezifische Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens.

¹⁸⁴ Vgl. OLG Düsseldorf, 20. April 2023, 26 W 8/20, Tz. 40 (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS).

¹⁸⁵ Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 105 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 147 (BeckRS).

Beim **Dividend Discount Model** wird dagegen in der ewigen Rente nur der Dividendenanteil kapitalisiert. Es kommt demnach nicht zu einer direkten Zurechnung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen. Dieser verbleibende Teil des Ausschüttungspotentials wird im Unternehmen zur Innenfinanzierung bzw. zur Wachstumsthesaurierung verwendet und liefert einen zusätzlichen Wachstumseffekt. Insofern sind die aus der Thesaurierung resultierenden zusätzlichen Wachstumseffekte in Gestalt einer „Gesamtwachstumsrate“ zu berücksichtigen.

Nach dem Dividend Discount Model ergibt sich der zum Ertragswertverfahren wertäquivalente Unternehmenswert zu Beginn der ewigen Rente nach dem folgenden Zusammenhang:¹⁸⁶

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

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 Umstellen des Zusammenhangs kann die Gesamtwachstumsrate wie folgt dargestellt werden:

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

Diese Gesamtwachstumsrate bildet neben den unternehmensspezifischen Preissteigerungen auch das thesaurierungsbedingte Wachstum ab.¹⁸⁷

Gewinnwachstumsrate

In empirischen Studien zum historischen Gewinnwachstum werden Durchschnittswerte über begrenzte Zeiträume in der Vergangenheit über verschiedene Unternehmen aus unterschiedlichsten Branchen gebildet. Neben einer teilweise nur mangelnden Vergleichbarkeit der dort enthaltenen Unternehmen mit dem jeweiligen Bewertungsobjekt ist zu beachten, dass die angegebenen Wachstumsraten regelmäßig nicht nur das Resultat rein inflationsbedingter Erhöhungen der finanziellen Überschüsse sind, sondern zu einem wesentlichen Teil auch das Ergebnis von sogenannten thesaurierungsbedingten bzw. durch Erweiterungen der Unternehmenskapazität

¹⁸⁶ Vgl. dazu auch Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 357.

¹⁸⁷ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS).

begründeten Gewinnsteigerungen umfassen.¹⁸⁸ Das am Markt beobachtbare Gewinnwachstum ist bewertungstechnisch nicht mit der Wachstumsrate in der ewigen Rente gleichzusetzen, weil bei Unternehmen Akquisitionen, Verkäufe und Zusammenschlüsse vorgenommen werden und insbesondere neues Kapital der Gesellschaft zugeführt wird.¹⁸⁹

Schieszl/Bachmann/Amman¹⁹⁰ gelangen bei der notwendigen **Thesaurierungsreinigung** von Unternehmensgewinnen über den Zeitraum von 1972 bis 2011 zu Wachstumsraten zwischen rund 0 % und 2 % bzw. typischerweise zu preisbedingten Wachstumsraten von unter 2 %. Emmert/Becker/Suerbaum¹⁹¹ gelangen nach einer **Bereinigung um Mengen- oder Thesaurierungseffekte** für einen Zeitraum von 1998 bis 2020 zu einer rechnerischen Überwälzbarkeit der durchschnittlichen gewichteten Inflationsrate zwischen 54 % und 69 % des operativen Gewinnwachstums. Große Kapitalgesellschaften und Großunternehmen können hiernach im Median etwas mehr als 50 % der gewichteten Inflationsrate weitergeben. Bei einer langfristigen Inflationserwartung von rund 2,0 % würden die Wachstumsabschläge in einer Bandbreite von 0,5 % bis 2,0 % bestätigt.¹⁹² Entsprechend wird regelmäßig davon ausgegangen, dass der Wachstumsabschlag unter der allgemeinen Inflationsrate liegt.¹⁹³

Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen **nicht völlig inflationssicher** ist.¹⁹⁴ Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich.¹⁹⁵ Bereits dem Grunde nach wird sich das Management bei der Preissetzung nicht an der **konsumorientierten allgemeinen Inflationsrate** (z. B. gemessen anhand des Verbraucherpreisindex für sämtliche Waren und Dienstleistungen des privaten Bedarfs) orientieren,¹⁹⁶ sondern das unternehmensspezifische Geschäftsmodell im Fokus haben. Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass in dem **Inflationsziel der EZB** die unternehmensspezifische Inflation nicht hinreichend abgebildet ist.¹⁹⁷ Ein genereller Ansatz in Höhe des Inflationsziels ist somit nicht sachgerecht.

¹⁸⁸ Vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 83 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris); LG München I, 27. November 2019, 5 HK O 6321/14, Beschlusstext S. 242 ff.; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, Tz. 89 (juris).

¹⁸⁹ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris).

¹⁹⁰ Vgl. Schieszl/Bachmann/Amman, Das Wachstum der finanziellen Überschüsse in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015, S. 699, 715.

¹⁹¹ Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 882.

¹⁹² Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 884 f.

¹⁹³ Vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 247; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 127; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 106 (BeckRS).

¹⁹⁴ Vgl. OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 26 (juris); OLG Düsseldorf, 11. April 1988, 19 W 32/86, WM 1988, S. 1052, 1059; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, 19 W 3/91, AG 1992, S. 200, 204.

¹⁹⁵ Vgl. OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 77 (BeckRS); OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Tz. 67 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 70 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 83 (BeckRS).

¹⁹⁶ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 119 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 147 (BeckRS).

¹⁹⁷ Vgl. OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 29; OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 77 (BeckRS); LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 73; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 82; LG München I, 31. Juli 2015, 5 HK O 16371/13, Tz. 325 (juris).

Wachstum der finanziellen Überschüsse

Im Zusammenhang mit der Ermittlung des Wachstumsabschlags ist zu betonen, dass es hierbei primär nicht um die Erhöhung von Umsatzerlösen oder die Erhöhung von Aufwendungen geht, sondern um die Wirkung der preisänderungsbedingten unternehmensspezifischen Inflationsrate auf die Saldogröße finanzieller Überschuss, d. h. das **Wachstum der Ergebnisse**.¹⁹⁸

b) Begründung der Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition des zu bewertenden Unternehmens zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Gewinns in der ewigen Rente gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden.¹⁹⁹

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit können je nach Einzelfall das (forschungsintensive) Geschäftsmodell,²⁰⁰ die langfristige Markt- und Branchenentwicklung,²⁰¹ die zu erwartende Veränderung der Wettbewerbssituation,²⁰² demographische Rahmenbedingungen,²⁰³ mögliche regulatorische Änderungen,²⁰⁴ hohe Wettbewerbsintensität,²⁰⁵ Rationalisierungsanforderungen und Preisdruck,²⁰⁶ Konkurrenzdruck²⁰⁷ oder die vorliegende und zu erwartende Kundenstruktur²⁰⁸ Einfluss auf die Höhe der unternehmensspezifischen Wachstumsrate haben.

Ausgangspunkt möglicher Wachstumsabschläge ist die erwartete durchschnittliche Preissteigerung. Als Anhaltspunkte werden in der folgenden Übersicht die aktuellen Prognosen von Bankanalysten sowie des Internationalen Währungsfonds über die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland, die aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitete

¹⁹⁸ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS); OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 222 (juris).

¹⁹⁹ Vgl. OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 62 (juris).

²⁰⁰ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

²⁰¹ Vgl. OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 113 (juris); OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

²⁰² Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 83 (BeckRS).

²⁰³ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62.

²⁰⁴ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62; OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 113 (juris).

²⁰⁵ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 122 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 175 (BeckRS).

²⁰⁶ Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS).

²⁰⁷ Vgl. OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 26.

²⁰⁸ Vgl. OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 107 (juris).

Inflationserwartung sowie aktuelle Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone dargestellt.

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	Ø Veränderung
2025	
Untergrenze der Schätzungen	1,6%
Obergrenze der Schätzungen	2,8%
Gewichteter Durchschnitt	2,3%
2026	
Untergrenze der Schätzungen	1,3%
Obergrenze der Schätzungen	3,0%
Gewichteter Durchschnitt	2,0%
2027	
Untergrenze der Schätzungen	1,9%
Obergrenze der Schätzungen	2,5%
Gewichteter Durchschnitt	2,1%
Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	Ø Veränderung
2025	2,0%
2026	2,0%
2027	2,0%
2028	2,0%
2029	2,0%
Schätzungen der Europäischen Zentralbank - ECB staff projections	Ø Veränderung
2025	2,1%
2026	1,9%
Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen	Inflations- erwartung
10-jährige Staatsanleihen	2,0%
25-jährige Staatsanleihen	2,1%

Quelle: Bloomberg, Internationaler Währungsfonds, EZB.

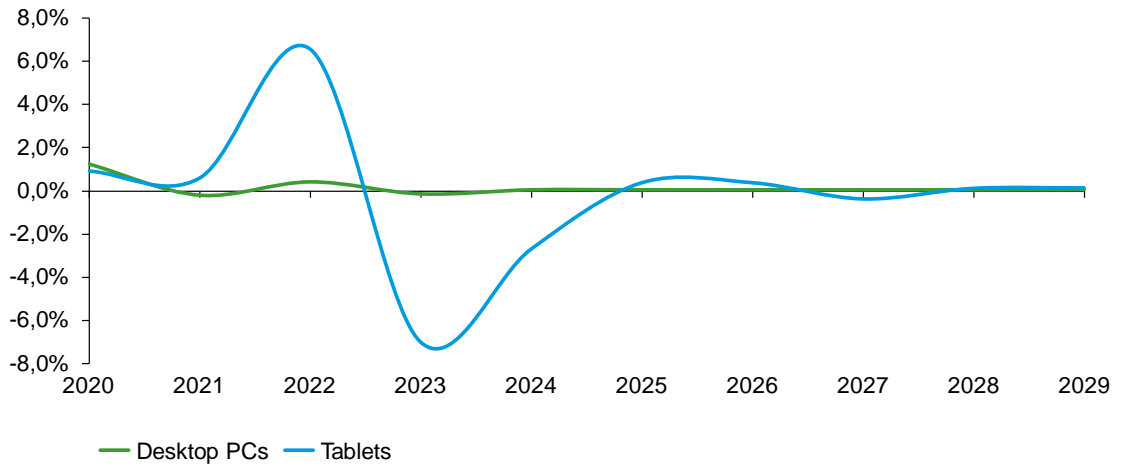
Die dargestellten Inflationserwartungen zeigen über die nächsten Jahre moderatere Inflationsraten von rund 2 %. Die EZB prognostiziert für das Jahr 2025 für die Eurozone eine von rund 2,1 %. Der Internationale Währungsfonds erwartet ab dem Jahr 2025 in Deutschland eine Veränderung des Verbraucherpreisindex in Höhe von 2,0 %.

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition der Vectron Systems bzw. die erwartete langfristige preisbedingte Entwicklung der angebotenen Produkte zu berücksichtigen.

Die Vectron Systems-Gruppe ist einem **intensiven Wettbewerb** ausgesetzt. Dies schlägt sich in nur sehr geringen oder z.T. negativen Preiswachstumsraten nieder. Nach den uns erteilten Auskünften waren Preiserhöhungen für die von Vectron Systems vertriebenen Kassensysteme in der Vergangenheit kaum möglich. Auch für die Zukunft geht der Vorstand von einem harten Wettbewerb um Marktanteile aus, insbesondere da mit dem Eintreten großer Payment-Anbieter oder Konzerne wie Metro die Bedeutung der Kasse als eigenständiges Produkt zunehmend an Relevanz verliert.

Gleichzeitig verteuerten sich die Einkaufspreise für Kassenhardware in der Vergangenheit auskunftsgemäß kontinuierlich. Für die Zukunft erwartet der Vorstand eine Fortsetzung dieses Trends. Zudem unterliegt mit den Personalkosten, die im Planungszeitraum etwa 36-43 % der Umsatzerlöse ausmachen, auch der wesentlichste Kostenfaktor der Vectron Systems-Gruppe regelmäßigen Teuerungen.

Passgenaue Daten zur Preisentwicklung von Kassensystemen sind nicht ersichtlich. Die folgende Übersicht zeigt hilfsweise die Entwicklung der Preise für Computerhardware in Europa gemäß den Daten von statista für die Segmente „Desktop PCs“ (grüne Linie) und „Tablets“ (blaue Linie). Beide Segmente haben mit den von Vectron Systems verkauften POS-Systemen Überschneidungen in der Hardware. Die Jahre 2021 bis 2023 sind durch die Covid-19 bedingte Lieferkettenproblematik sowie die allgemeinen Preissteigerungen seit Beginn des Ukraine-Kriegs verzerrt. Beides stellt u.E. aber keine nachhaltig zu erwartende Situation dar. Für zukünftige Perioden ab 2025 wird eine Preisentwicklung zwischen -0,5 % und 0,5 % erwartet:



Quelle: Statista; eigene Darstellung.

Auch im Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ sind keine wesentlichen Preiserhöhungen zu erwarten. Hintergrund ist hier die hohe Abhängigkeit der Gesellschaft von ihren Kontakten zu den großen Handelsketten und deren Verhandlungsmacht.

Unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells, der historischen und erwarteten Preisentwicklung sowie der Wettbewerbsaussichten der Vectron Systems haben wir einen **nachhaltigen Wachstumsabschlag von 1,0 %** bei der Bewertung der Vectron Systems angesetzt.

5.9. Ableitung der Kapitalisierungszinssätze

Die Herleitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich wie folgt:

	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031	ÜG 2032	TV 2033
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Basiszinssatz vor ESt	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Typ. Einkommensteuer	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%	-0,73%
Basiszinssatz nach ESt	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%
Marktrisikoprämie nach ESt	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor unverschuldet	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Barwerte jeweils zum Beginn des Gj.	77.760	83.926	91.038	98.768	101.825	104.238	107.497	110.638	111.832
verzinsl. FK jeweils zum Beginn des Gj.	-5.195	1.654	2.029	-777	-153	267	-873	-3.142	-4.213
Verschuldungsgrad	-6,68%	1,97%	2,23%	-0,79%	-0,15%	0,26%	-0,81%	-2,84%	-3,77%
Betafaktor verschuldet	1,03	1,12	1,12	1,09	1,10	1,10	1,10	1,07	1,06
Risikozuschlag	5,90%	6,45%	6,47%	6,28%	6,32%	6,34%	6,30%	6,16%	6,09%
Wachstumsrate									-1,00%
Kapitalisierungszinssatz	7,93%	8,47%	8,49%	8,30%	8,34%	8,37%	8,32%	8,18%	7,12%

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem insgesamt unrealistischen Kapitalisierungszinssatz und in der Folge zu einer unrealistischen Abfindung und/der Ausgleich führen kann.²⁰⁹ Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart²¹⁰ ausführt. Ansonsten käme es zu einer Kumulation von Günstigkeitsentscheidungen, die den „wirklichen“ Wert sicherlich nicht mehr abbilden würden.²¹¹

²⁰⁹ Vgl. OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11, Tz. 40 (juris).

²¹⁰ Vgl. OLG Stuttgart, 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 188 (juris); gl.A.: OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 40 (BeckRS); OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 34 (BeckRS).

²¹¹ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 16; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 33/16, Tz. 44 (BeckRS); OLG München, 20. März 2019, 31 Wx 185/17, Tz. 28 (BeckRS).

5.10. Bewertung der Vectron Systems

a) Ermittlung des Ertragswerts

Auf der Basis des auf die Aktionäre der Vectron Systems entfallenden Ergebnisses und unter Anwendung der erläuterten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze ergibt sich der Ertragswert der Vectron Systems auf den Bewertungsstichtag (25. April 2025) wie folgt:

	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031	ÜG 2032	TV 2033
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Jahresergebnis	189	2.951	6.077	7.462	9.516	10.994	11.936	9.928	10.037
Wachstumthesaurierung								-13	-13
Innenfinanzierung	-189	-2.951	-6.077	-2.050	-3.164	-3.952	-4.432		
Auskehrungspotential (1)	0	0	0	5.411	6.353	7.042	7.504	9.915	10.024
Ausschüttungsquote	0%	0%	0%	62%	67%	70%	72%	45%	45%
Wertbeitrag aus Ausschüttung	0	0	0	3.358	4.282	4.947	5.371	4.467	4.517
Dividendenbesteuerung (2)	0	0	0	0	0	1.305	1.417	1.178	1.191
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	2.054	2.070	2.095	2.133	5.447	5.507
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3)	0	0	0	271	273	276	281	876	874
Nettoeinnahmen (1) - (2) - (3)	0	0	0	5.141	6.080	5.461	5.806	7.861	7.959
Kapitalisierungszinssatz	7,93%	8,47%	8,49%	8,30%	8,34%	8,37%	8,32%	8,18%	7,12%
Barwertfaktor	0,927	0,854	0,787	0,727	0,671	0,619	0,572	0,528	0,474
Barwerte	0	0	0	3.737	4.080	3.381	3.319	4.153	59.090
Ertragswert zum 1. Januar 2025	77.760								
Aufzinsungsfaktor									1,024
Ertragswert zum 25. April 2025	79.652								

b) Sonderwerte der Vectron Systems

Nach Auskunft des Vorstands der Vectron Systems verfügt die Gesellschaft über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Auch nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens gewonnenen Erkenntnisse liegen keine Anhaltspunkte für die Existenz von zusätzlich zu berücksichtigendem nicht betriebsnotwendigem Vermögen vor.

Die Vectron Systems hat allerdings im Rahmen ihrer Aktienoptionspläne ihren Mitarbeitern Aktienoptionen auf den Erwerb von Aktien der Vectron Systems gewährt. Die Ausübung dieser Optionsrechte führt im Rahmen der Unternehmensbewertung zu einer Verminderung des

Unternehmenswerts je Aktie, soweit dieser vor Ausübung der Optionsrechte höher ist als der Ausübungspreis der Option (Verwässerungseffekt).

Aus dem bedingten Kapital 2020 bestehen für die Tranche des Jahres 2022 in Summe 162.500 Optionsrechte zu einem Ausübungspreis von EUR 3,41. Darüber hinaus wurden im Jahr 2024 10.000 weitere Optionsrechte zu einem Ausübungspreis von EUR 5,67 gewährt. Aufgrund der Höhe der Ausübungspreise im Verhältnis zum ertragswertbasierten Unternehmenswert der Vectron Systems ist eine Ausübung für diese Tranchen sehr wahrscheinlich. Zu dem vorläufigen Unternehmenswert haben wir daher den Barmittelzufluss aus der Optionsausübung hinzugerechnet. Dabei haben wir eine Ausübung zum frühestmöglichen Zeitpunkt unterstellt und den Barwert der zufließenden Mittel berechnet. Abschließend haben wir den Unternehmenswert durch die höhere Aktienanzahl dividiert.

Der Verwässerungseffekt ermittelt sich wie folgt:

Berechnung des Verwässerungseffekts der Aktienoptionen		
	Einheit	Betrag
Unternehmenswert vor Berechnung Verwässerungseffekt	TEUR	79.652
Anzahl der Aktien vor Optionsausübung	Stück	8.872.165
Wert je Aktie = erwarteter Aktienkurs	EUR	8,98
Ausstehende Optionsrechte	Stück	172.500
Durchschnittlicher Ausübungspreis	EUR	3,54
Barmittelzufluss	TEUR	611
Unternehmenswert nach Ausübung Optionen	TEUR	80.263
Anzahl der Aktien nach Ausübung Optionen	Stück	9.044.665
Wert je Aktie nach Verwässerung	EUR	8,87
Verwässerungseffekt je Aktie	EUR	0,10
Verwässerungseffekt insgesamt	TEUR	-920

Soweit zum Bewertungsstichtag über die berücksichtigten 172.500 Optionen hinaus noch weitere Optionsrechte bestehen, liegen deren Ausübungspreise oberhalb des von uns ermittelten Unternehmenswerts je Aktie, so dass ein Einbezug insofern entbehrlich ist.

c) Unternehmenswert

Zum 25. April 2025 ergibt sich für die Vectron Systems folgender Unternehmenswert:

Ertragswert zum 25. April 2025 in TEUR	79.652
Sonderwert zum 25. April 2025 in TEUR	-920
Unternehmenswert zum 25. April 2025 in TEUR	78.732
Anzahl ausstehender Aktien (in Stück)	8.872.165
Unternehmenswert je Aktie in EUR	8,87

Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der Vectron Systems zum 25. April 2025 beläuft sich auf rund **TEUR 78.732**.

Bezogen auf eine Zahl von 8.872.165 ausstehenden Aktien ergibt sich ein **Wert je Aktie** zum 25. April 2025 von **EUR 8,87**.

d) Sensitivitätsrechnung

Variation des Kapitalisierungszinssatzes

Zur Überprüfung des Einflusses der Veränderung von Parametern auf den Wert je Aktie haben wir verschiedene Sensitivitätsrechnungen durchgeführt. Als Parameter haben wir hierzu die Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes ausgewählt, da diese Bewertungsparameter den Wert in besonderem Maße beeinflussen.

Wir weisen vorsorglich darauf hin, dass die nachstehenden Sensitivitätsüberlegungen und die hieraus rechnerisch abgeleiteten Werte nur zu Informationszwecken der abzufindenden Minderheitsaktionäre dienen. Die sich rechnerisch ergebenden Werte sind nicht dahingehend zu interpretieren, dass sie für sich eine angemessene Barabfindung darstellen und somit in einem Widerspruch zu unserem Bewertungsergebnis stehen.

Grundsätzlich führen Kombinationen aus höherer Wachstumsrate und niedrigerem Betafaktor zu höheren Unternehmenswerten. Diese Kombinationen sind jedoch unplausibel, typischerweise geht mit höherem Wachstum ein höheres Risiko einher.

Basiszinssatz/Wachstumsabschlag-Matrix

Den Basiszinssatz vor Steuern haben wir in einer Bandbreite von 2,25 % bis 3,25 % variiert. Den Wachstumsabschlag haben wir in einer Bandbreite von 0,5 % bis 1,5 % variiert.

Wert je Aktie in EUR		Basiszinssatz				
		2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
Wachstumsabschlag	0,50%	9,04	8,78	8,53	8,30	8,06
	0,75%	9,23	8,96	8,70	8,45	8,21
	1,00%	9,43	9,14	8,87	8,62	8,37
	1,25%	9,64	9,34	9,06	8,79	8,53
	1,50%	9,86	9,55	9,26	8,97	8,70
Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes (Wachstumsabschlag = 1,00%)		6,2%	3,0%	0,0%	-2,9%	-5,7%

Bezogen auf den angesetzten Wachstumsabschlag von 1,0 % führt beispielsweise eine Verminderung des Basiszinssatzes auf 2,50 % zu einer rechnerischen Erhöhung des Werts je Aktie um rund 3,0 %. Eine Erhöhung des Basiszinssatzes auf 3,00 % führt zu einer rechnerischen Verminderung des Werts je Aktie um rund 2,9 %.

Basiszinssatz/Marktrisikoprämien-Matrix

Die Marktrisikoprämie nach Steuern haben wir in einer Bandbreite von 5,25 % bis 6,25 % variiert.

Wert je Aktie in EUR		Marktrisikoprämie				
		5,25%	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%
Basiszinssatz	2,25%	10,38	9,88	9,43	9,01	8,62
	2,50%	10,04	9,57	9,14	8,74	8,37
	2,75%	9,73	9,28	8,87	8,49	8,14
	3,00%	9,42	9,00	8,62	8,25	7,92
	3,25%	9,13	8,74	8,37	8,02	7,70
Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie (Basiszins = 2,75%)		9,6%	4,6%	0,0%	-4,3%	-8,3%

Bezogen auf den angesetzten Basiszinssatz von 2,75 % führt beispielsweise eine Verminderung der Marktrisikoprämie auf 5,50 % zu einer rechnerischen Erhöhung des Werts je Aktie um rund 4,6 %. Eine Erhöhung der Marktrisikoprämie auf 6,0 % führt zu einer Verminderung des Werts je Aktie um rund 4,3 %.

Betafaktor/Marktrisikoprämien-Matrix

Den unverschuldeten Betafaktor haben wir in einer Bandbreite von 1,0 bis 1,2 variiert.

Wert je Aktie in EUR		Betafaktor				
		1,00	1,05	1,10	1,15	1,20
Marktrisikoprämie	5,25%	10,68	10,18	9,73	9,30	8,91
	5,50%	10,21	9,73	9,28	8,87	8,49
	5,75%	9,77	9,30	8,87	8,48	8,11
	6,00%	9,36	8,91	8,49	8,11	7,76
	6,25%	8,98	8,54	8,14	7,77	7,43
Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung des Betafaktors (Marktrisikoprämie = 5,75%)		10,1%	4,8%	0,0%	-4,5%	-8,6%

Bezogen auf die angesetzte Marktrisikoprämie von 5,75 % führt beispielsweise eine Erhöhung des Betafaktors auf 1,15 zu einer rechnerischen Verminderung des Werts je Aktie um rund 4,5 %. Eine Verringerung des Betafaktors auf 1,05 führt zu einer Erhöhung des Werts je Aktie um rund 4,8 %.

5.11. Vergleichsorientierte Bewertung

Zur Ableitung der Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen greifen wir auf Analystenschätzungen des EBIT zurück. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Rechnungslegungsnormen, nach denen die Peer Group-Unternehmen und die Vectron Systems bilanzieren, halten wir das EBIT im vorliegenden Fall für aussagekräftiger als das EBITDA (vgl. unsere Ausführungen in Abschnitt 5.2.c)). Aus dieser Vielzahl der Schätzungen des EBIT, die bei dem Finanzinformationsdienstleister Bloomberg hinterlegt sind, lässt sich das jeweils durchschnittlich erwartete EBIT für die einzelnen Peer-Group-Unternehmen ermitteln. Diese durchschnittlichen Schätzungen dienen dann als repräsentatives Maß für die EBIT-Erwartung, die der Kapitalmarkt bei der Bewertung der Peer-Group-Unternehmen zu Grunde legt.

Für die Vergleichsunternehmen ergeben sich folgende Multiplikatoren:

	EBIT-Multiples		
	2025	2026	2027
Lightspeed	negativ	negativ	negativ
Toast	37,0x	26,2x	19,4x
Shift4	23,6x	17,7x	14,8x
Smaregi	n.a.	n.a.	n.a.
Global Payments	9,2x	8,6x	8,1x
Nayax	39,6x	21,3x	13,4x
Groupon	68,5x	20,3x	10,1x
Edenred	8,6x	8,0x	7,4x
HighCo	0,4x	0,4x	n.a.
1. Quartil	8,9x	8,3x	8,6x
Median	23,6x	17,7x	11,8x
3. Quartil	38,3x	20,8x	14,4x

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

Wie ersichtlich ergibt sich für die einzelnen Peer Group-Unternehmen eine sehr weite Bandbreite an EBIT-Multiplikatoren, was die Aussagekraft der Analyse deutlich vermindert.

In der nachfolgenden Tabelle sind die Erfolgsgrößen dargestellt, die der vergleichenden Marktbewertung zugrunde gelegt wurden. Weiterhin sind die Wertbandbreiten, die sich für den Enterprise Value (Marktwert des Gesamtkapitals) und den Equity Value (Marktwert des Eigenkapitals) des Unternehmens ergeben, aufgezeigt. Bei der Überleitung auf den Marktwert des Eigenkapitals haben wir den Sonderwert subtrahiert sowie den Nettokassenbestand.

Es ergeben sich für die Planjahre 2025 bis 2027 folgende Werte:

	2025	2026	2027
	TEUR	TEUR	TEUR
Plan-EBIT	1.196	4.355	8.094
Gesamtunternehmenswert - 1. Quartil	10.632	36.152	69.595
Gesamtunternehmenswert - Median	28.238	76.888	95.163
Gesamtunternehmenswert - 3. Quartil	45.816	90.765	116.876
+ Sonderwert	-920	-920	-920
+ Summe Net Cash	5.195	5.195	5.195
Eigenkapitalwert - 1. Quartil	14.906	40.427	73.870
Eigenkapitalwert - Median	32.513	81.162	99.438
Eigenkapitalwert - 3. Quartil	50.091	95.040	121.151
Anzahl Aktien in Stück	8.872.165	8.872.165	8.872.165
Wert je Aktie in EUR- 1. Quartil	1,68	4,56	8,33
Wert je Aktie in EUR - Median	3,66	9,15	11,21
Wert je Aktie in EUR - 3. Quartil	5,65	10,71	13,66

Quelle: Eigene Berechnungen.

Auf Basis der EBIT-Multiplikatoren der Peer Group ergibt sich eine sehr große Bandbreite für den Wert je Aktie der Vectron Systems zwischen EUR 1,68 und EUR 13,66. Die Mediane liegen zwischen EUR 3,66 und EUR 11,21 je Aktie.

Als Ergebnis dieser Plausibilisierungsüberlegungen ist festzustellen, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abgeleitete Unternehmenswert innerhalb der Bandbreite der Marktbewertungen basierend auf den Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen liegt. Es liegen keine Hinweise dafür vor, dass der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert je Aktie zu niedrig bemessen ist.

6. Ermittlung des Ausgleichs gem. § 304 AktG

6.1. Vorgehensweise

Gemäß § 304 Abs. 1 AktG ist den außenstehenden Aktionären ein angemessener Ausgleich anzubieten. Als Ausgleichszahlung ist gemäß § 304 Abs. 2 S. 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.²¹²

Als Verrentungsbasis wird in der Literatur und der Rechtsprechung auf den Unternehmenswert (bzw. den „wahren“, „wirklichen“ Wert) verwiesen. Für die Ermittlung des Unternehmenswerts wurde dabei regelmäßig auf den Ertragswert verwiesen, selbst dann, wenn dieser unter dem Börsenwert lag.²¹³ In der Folge der Vorlagebeschlüsse des OLG Frankfurt a. M. in Sachen TLG/WCM sowie des OLG München in Sachen Kabel Deutschland²¹⁴ hat der BGH nun in zwei Beschlüssen klargestellt, dass der Börsenwert grundsätzlich eine geeignete Schätzgrundlage für den Unternehmenswert sein kann und auch als Verrentungsbasis in Frage kommen kann, wenn er allein maßgeblich für die Bestimmung der Abfindung ist.²¹⁵ Dies ist nach unseren Feststellungen nicht der Fall (vgl. Abschnitt 4.3), so dass er für die Bestimmung der Ausgleichszahlung keine Relevanz hat.

Zur Ableitung der jährlich in gleicher Höhe zu leistenden festen Ausgleichszahlung wird die Verrentungsbasis mit einem Verrentungszinssatz in eine Annuität umgerechnet.²¹⁶

Für die Ermittlung des Ausgleichsbetrags haben wir den Ertragswert der Vectron Systems mit einem Verrentungszinssatz unter der in der Praxis üblichen Annahme einer unendlichen Laufzeit des Unternehmensvertrags in eine Annuität umgerechnet.

²¹² Vgl. BGH, 21. Juli 2003, II ZB 17/01, BGHZ 156, S. 57, 61; OLG München, 17. Juli 2007, 31 Wx 60/06, Tz. 48 (juris).

²¹³ Vgl. so z.B. noch OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 67; m.w.N. Popp/Ruthardt, AG 2022, S. 347, 351.

²¹⁴ Vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19; OLG München, 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20.

²¹⁵ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Rz. 68 (BeckRS).

²¹⁶ Vgl. ausführlich Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 12, Rz. 12.256 ff.

6.2. Verrentungszinssatz

Der Verrentungszinssatz repräsentiert ökonomisch die gegenüber der Ausgleichszahlung laufzeit- und risikoäquivalente Alternativanlage. Da es sich bei der Ausgleichszahlung nicht um eine sichere Zahlung handelt, ist eine Verrentung mit dem risikolosen Basiszinssatz ohne jeglichen Risikozuschlag nicht sachgerecht. Ebenso ist aufgrund der Verlustübernahmeverpflichtung (§ 302 AktG) der herrschenden Gesellschaft während der Vertragsdauer,²¹⁷ sowie den unabhängig von tatsächlichen Gewinnschwankungen gleichbleibenden Ausgleichszahlungen, die Verwendung des vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatzes des Ertragswertverfahrens nicht sachgerecht.²¹⁸

In der Praxis finden sich zwei unterschiedliche Vorgehensweisen für die Ermittlung des Verrentungszinssatzes: zum einen der Mittelwertansatz und zum anderen der Bonitätsansatz. Beim Mittelwertansatz wird der risikolose Basiszinssatz um die Hälfte des Risikozuschlags des Ertragswertverfahrens erhöht. Beim Bonitätsansatz (auch „Bond-Spread-Ansatz“ oder „Credit-Spread-Ansatz“) wird der risikolose Basiszinssatz um einen Bonitätszuschlag für das Ausfallrisiko der Muttergesellschaft bzw. der bei Ausfall des Ausgleichsschuldners bürgenden Gesellschaft erhöht.

In der Praxis wird der Bonitätsansatz regelmäßig verwendet, wenn der Unternehmensvertrag eine Klausel vorsieht, nach der das Abfindungsangebot nach § 305 AktG bei Vertragsbeendigung (vorübergehend) wieder auflebt. In diesen Fällen besteht insoweit ein Schutz gegen die „Auszehnung“ des abhängigen Unternehmens durch nachteilige Maßnahmen des herrschenden Unternehmens während der Vertragslaufzeit und es verbleibt im Wesentlichen das Bonitätsrisiko des anderen Vertragsteils als Schuldner der Ausgleichszahlung.²¹⁹ Enthält der Unternehmensvertrag dagegen keine Wiederauflebensklausel, wird in der Praxis üblicherweise der Mittelwertansatz herangezogen.²²⁰

Da im vorliegenden Fall ein Wiederaufleben des Abfindungsangebots vertraglich vorgesehen ist, haben wir die Ausgleichszahlung anhand des Bonitätsansatzes ermittelt.

Im Rahmen des Bonitätsansatzes wird der Credit Spread üblicherweise aus der Umlaufrendite von Unternehmensanleihen des Schuldners der Ausgleichszahlung bzw. dessen Muttergesellschaft abgeleitet. Die Shift4-Unternehmensgruppe hat verschiedene Anleihen emittiert, die

²¹⁷ Vgl. OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, AG 2013, 724; LG München I, 14. Februar, 5 HKO 16505/08, Beschlusstext, S. 70.

²¹⁸ Vgl. OLG Frankfurt a.M., 26. April 2021, 21 W 139/19, Rz. 82 (BeckRS); OLG Frankfurt a.M., 28. März 2014, 21 W 15/11, Rz. 237 (juris).

²¹⁹ Vgl. OLG Frankfurt a.M., 28. Juli 2014, 21 W 113/12, Beschlusstext, S. 24; LG Berlin, 23. April 2013, 102 O 134/06, Beschlusstext, S. 122; OLG Frankfurt a.M., 24. November 2011, 21 W 7/11, Rz. 203 (juris).

²²⁰ Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 355; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext, S. 76; LG München I, 31. Juli 2015, 5 HKO 16371/13, Rz. 391 ff. (juris); LG Berlin v. 23.4.2013 – 102 O 134/06; für den Bonitätszuschlag bei Wiederaufleben vgl. OLG Stuttgart v. 30.3.2021 – 20 W 8/19, Beschlusstext, S. 77; OLG Düsseldorf v. 25.5.2016 – 26 W 2/15 (AktE), AG 2017, 584 = BeckRS Rz. 77.

allerdings sämtlich in US-Dollar denominated sind. Vor diesem Hintergrund haben wir zur Ableitung des Credit Spreads die Umlaufrendite von in Euro denominierten Unternehmensanleihen mit derselben Bonität von Shift4 (Moody's Rating Ba3) analysiert und hieraus einen barwertäquivalenten Credit Spread für eine unendliche Laufzeit abgeleitet. Die gewählte Methodik ist damit äquivalent zur Vorgehensweise bei der Ermittlung des Basiszinssatzes. Es ergibt sich zum Ende unserer Bewertungsarbeiten ein Credit Spread von 1,84 %. Diesen haben wir zum Basiszinssatz (vor Einkommensteuern) von 2,75 % addiert. Der Verrentungszinssatz beläuft sich damit auf 4,59 % p.a.

6.3. Wachstumsabschlag

Der Verrentungszinssatz ist nicht um einen Wachstumsabschlag zu vermindern,²²¹ da es sich hierbei um eine fixierte (d. h. nicht preisbedingt wachsende) Größe handelt.

6.4. Auswirkungen der Abgeltungsteuer

Bei der Festlegung der Ausgleichszahlung ist zu berücksichtigen, dass die Zuflüsse aus dieser Ausgleichszahlung wie Dividenden behandelt werden und daher der Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich SolZ unterliegen. Die Ausgleichszahlung selbst ist als Betrag vor persönlichen Einkommensteuern der Anteilseigner zu ermitteln.²²²

²²¹ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 78 (BeckRS) m.w.N.; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/08 (13), Tz. 106 (juris); OLG München, 17. Juli 2007, 31 Wx 60/06, Tz. 52 (juris).

²²² Vgl. OLG Frankfurt, 20. Juli 2016, 21 W 21/14, Tz. 131 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 258 (juris); LG Stuttgart, 5. November 2012, 31 O 55/08, Beschlusstext S. 62.

6.5. Ableitung der Ausgleichszahlung

Ausgangspunkt der Ableitung der Ausgleichszahlung ist der aus dem Unternehmenswert zum 1. Januar 2025 abgeleitete Wert je Aktie der Vectron Systems:

Ertragswert zum 1. Januar 2025 in TEUR	77.760
Sonderwert zum 1. Januar 2025 in TEUR	-898
Unternehmenswert zum 1. Januar 2025 in TEUR	76.862
Anzahl der Aktien in Stück	8.872.165
Wert je Aktie zum 1. Januar 2025 in EUR	8,66

Die Ermittlung der angemessenen jährlichen Ausgleichszahlung ergibt sich aus nachfolgender Übersicht:

Unternehmenswert je Aktie zum 1. Januar 2025 in EUR	8,66
Basiszinssatz vor Einkommensteuer	2,75%
Credit Spread	1,84%
Verrentungszinssatz vor Einkommensteuer	4,59%
Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer in EUR	0,40

Zur Ermittlung der Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer haben wir den Unternehmenswert je Aktie zum 1. Januar 2025 der Vectron Systems mit dem Verrentungszinssatz vor Einkommensteuer multipliziert. Es ergibt sich eine Ausgleichszahlung (vor Einkommensteuer) von **EUR 0,40** je Aktie.

Rein informativ haben wir vor dem Hintergrund des aktuell volatilen Zinsumfelds eine Sensitivitätsrechnung für die Ausgleichszahlung im Hinblick auf den Basiszinssatz vorgenommen. Für die folgende Übersicht haben wir den Basiszinssatz vor Steuern in einer Bandbreite von 2,25 % bis 3,25 % variiert und dabei unterstellt, dass die absolute Höhe des Basiszinssatzes keine Auswirkungen auf die Höhe des Credit Spreads hat.

	Basiszinssatz vor Einkommensteuer				
	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer	0,38	0,39	0,40	0,41	0,42

6.6. Modifikation des festen Ausgleichs nach der BGH-Rechtsprechung

Der BGH hat in seinem Beschluss vom 21. Juli 2003²²³ die Auffassung vertreten, 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.²²⁴ Anpassungen der Körperschaftsteuer könnten demnach zu Anpassungen der Ausgleichszahlung führen, da nach Auffassung des BGH die „Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann, sondern lediglich Ausfluss des von ihr erwirtschafteten Gewinns ist“.²²⁵

Zur Berücksichtigung der Auswirkungen von möglichen Änderungen der Körperschaftsteuerbelastungen auf die Höhe der Ausgleichszahlungen im Sinne des BGH-Beschlusses vom 21. Juli 2003, wonach gemäß § 304 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 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 festzuschreiben.²²⁶ Die Ermittlung der Garantiedividende erfolgt, indem die aktuelle Körperschaftsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von dem aus dem Ertragswert abgeleiteten Bruttogewinnanteil abgezogen wird.

²²³ Vgl. BGH, 21. Juli 2003, II ZB 17/01, WM 2003, S. 1859 ff.

²²⁴ In der Praxis findet sich in diesem Zusammenhang auch das Begriffspaar „Bruttoausgleichsbetrag“ und „Nettoausgleichsbetrag“. Der „Bruttoausgleichsbetrag“ entspricht dem vom BGH als „Bruttogewinnanteil je Aktie“ bezeichneten Betrag. Der „Nettoausgleichsbetrag“ entspricht der „Ausgleichszahlung“ gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG.

²²⁵ Vgl. kritisch dazu: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap C Tz. 85; Popp, WPg 2008, S. 23, 25.

²²⁶ Vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19, Tz. 90 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 254 (juris); BayObLG, 28. Oktober 2005, 3Z BR 071/00, AG 2006, S. 41, 45, LG München I, 31. Juli 2015, 5 HKO 16371, Tz. 403 (juris).

	Bruttogewinnant.	./. (KSt + SolZ)	Ausgleichszahlung
	EUR	EUR	EUR
Ausgleich gesamt	0,47	0,07	0,40

Rein informativ haben wir analog zur Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer auch eine Sensitivitätsrechnung für die jeweils korrespondierenden Bruttogewinnanteil ermittelt. Für Basiszinssätze vor Steuern zwischen 2,25 % und 3,25 % ergeben sich folgende Bruttogewinnanteile (jeweils ergänzt um die Überleitung zur Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer). Alle in der Tabelle dargestellten Werte wurden ungerundet bei der Berechnung berücksichtigt:

	Basiszinssatz vor Einkommensteuer				
	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Bruttogewinnanteil	0,45	0,46	0,47	0,48	0,49
./. (KSt + SolZ)	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08
Ausgleichszahlung vor Einkommensteuer	0,38	0,39	0,40	0,41	0,42

7. Ergebnis

Die Arrow HoldCo und die Vectron Systems haben uns gemeinsam den Auftrag erteilt, den objektivierten Unternehmenswert der Vectron Systems unter Beachtung des IDW S 1 i.d.F. 2008 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., die angemessene Abfindung nach § 305 AktG sowie den angemessenen Ausgleich nach § 304 AktG zu ermitteln. Im Sinne der Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 waren wir in der Funktion eines neutralen Gutachters tätig.

Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der Vectron Systems zum 25. April 2025 beläuft sich auf rund **TEUR 78.732**. Bezogen auf eine Zahl von 8.872.165 ausstehenden Aktien ergibt sich ein Wert je Aktie zum 25. April 2025 von **EUR 8,87**.

Der auf Basis der Kursdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg errechnete gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs beträgt **EUR 10,93**.

Der maßgebliche Dreimonatsdurchschnittskurs liegt damit über dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten anteiligen Unternehmenswert je Aktie. Die angemessene Abfindung im Sinne von § 305 AktG beträgt damit **EUR 10,93**.

Die angemessene Garantiedividende nach § 304 AktG beträgt je Aktie EUR 0,47 (Bruttogewinnanteil je Aktie) abzüglich eines von der Vectron Systems zu entrichtenden Betrags für die Körperschaftsteuer. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung von 15,825 % (inkl. SolZ) ergibt sich ein Abzugsbetrag von EUR 0,07 und damit eine Ausgleichszahlung von **EUR 0,40** je Aktie.

Wir erstatten diese Stellungnahme nach bestem Wissen auf Grund unserer sorgfältigen Untersuchungen und der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte sowie gestützt auf die Berufsgrundsätze der Wirtschaftsprüfer.

Stuttgart, 21. März 2025

RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft



Dr. Frederik Ruthardt
Wirtschaftsprüfer



Dr. Stephan Eberl

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

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

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

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

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

- a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen 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 Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

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

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

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

