
Prüfungsbericht gemäß § 293b AktG

im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen
der

Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main

und der

Vectron Systems AG, Münster

Az.: 20 O 20/24

24. März 2025



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsverzeichnis	1
Abkürzungsverzeichnis.....	3
1 Auftrag und Auftragsdurchführung	8
1.1 Auftrag.....	8
1.2 Auftragsdurchführung.....	8
1.3 Vorausgegangenes Erwerbsangebot.....	11
2 Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung.....	12
3 Formelle Prüfung des Beherrschungsvertrags.....	13
3.1 Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften	13
3.2 Leitung.....	13
3.3 Gewinnabführung.....	13
3.4 Verlustübernahme.....	14
3.5 Ausgleichszahlung	14
3.6 Abfindung	15
3.7 Auskunftsrecht	16
3.8 Wirksamwerden und Vertragsdauer	16
3.9 Patronatserklärung.....	17
3.10 Fazit.....	17
4 Materielle Prüfung des Beherrschungsvertrags.....	18
4.1 Angemessenheit der Bewertungsmethode zur Ermittlung der Abfindung	18
4.1.1 Börsenkurs.....	18
4.1.2 Ertragswertverfahren	21
4.1.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren	22
4.1.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren	24
4.1.5 Würdigung der methodischen Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin.....	24
4.2 Bewertungsobjekt.....	26
4.2.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse.....	26
4.2.2 Wirtschaftliche Verhältnisse.....	28
4.2.2.1 Unternehmenshistorie	28
4.2.2.2 Geschäftsmodell und -strategie.....	30
4.2.3 Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	32
4.2.4 Vergleichbare Unternehmen.....	35
4.3 Vergangenheitsanalyse.....	38
4.3.1 Vermögenslage.....	38
4.3.2 Ertragslage.....	39
4.3.3 Bereinigungen der Ertragslage	42
4.4 Planungsanalyse.....	45
4.4.1 Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung	45
4.4.2 Planungstreue.....	46

4.4.3	Planungsrechnung	47
4.4.3.1	Umsatzerlöse	48
4.4.3.2	Rohertrag	51
4.4.3.3	EBITDA	52
4.4.3.4	Investitionen und Abschreibungen	55
4.4.3.5	Abschließende Würdigung	55
4.5	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	56
4.5.1	Nachhaltiges Ergebnis	56
4.5.2	Nachhaltige Investitionen und Abschreibungen	57
4.5.3	Nettoumlaufvermögen	57
4.5.4	Finanzergebnis	58
4.5.5	Unternehmensteuern	59
4.5.6	Nettoeinnahmen	60
4.6	Kapitalisierungszinssatz	62
4.6.1	Basiszinssatz	62
4.6.2	Marktrisikoprämie	63
4.6.3	Betafaktor	65
4.6.4	Wachstumsabschlag	69
4.7	Unternehmensbewertung	71
4.7.1	Ertragswertermittlung	71
4.7.2	Sonderwerte	71
4.7.3	Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren	73
4.7.4	Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren	75
4.7.5	Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung	76
4.7.6	Börsenkurs als maßgebliche Bewertungsmethode	79
4.8	Angemessenheit der festgelegten Abfindung	89
4.9	Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung	90
4.9.1	Überprüfung der Ermittlung des Verrentungszinssatzes	90
4.9.2	Überprüfung der Ermittlung des festen Ausgleichs	91
4.9.3	Angemessenheit der festgelegten Ausgleichszahlung	92
4.10	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	93
5	Abschliessende Erklärung	94
	Anhangsverzeichnis	95
	Anlagenverzeichnis	102

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abkürzung	Definition
A&M	A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
Abfindung	Verpflichtung, gemäß § 305 AktG, der Arrow HoldCo, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der Vectron Systems AG dessen Vectron Systems-Aktien gegen eine im Beherrschungsvertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
aLuL	Aus Lieferung und Leistung
AngVO	Angebotsverordnung
APV	Adjusted Present Value
Arrow HoldCo	Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main
Aufl.	Auflage
Ausgleich(-szahlung)	Verpflichtung, gemäß § 304 AktG, der Arrow HoldCo, den außenstehenden Vectron Systems-Aktionären eine bestimmte jährliche Zahlung zu leisten
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAS	Bid-Ask Spread („Geld-Brief-Spanne“)
BCA	Business Combination Agreement
Beherrschungsvertrag	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Arrow HoldCo GmbH und der Vectron Systems AG
Bewertungsgutachterin; RSM Ebner Stolz	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
Bewertungsstichtag	25. April 2025
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
Bruttoausgleichszahlung	Ausgleichszahlung vor Abzug der Körperschaftsteuer inklusive Solidaritätszuschlag
Bspw.	Beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	Beziehungsweise
ca.	Circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX

Abkürzung	Definition
CeBIT	Centrum für Büroautomation, Informationstechnologie und Telekommunikation
CFO	Chief Financial Officer
Co.	Company
COVID-19	Coronavirus Disease 2019
CRM	Customer Relationship Management
CSI 300	China Securities Index 300
DATEV	IT-Dienstleister für Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte und Unternehmen
DCF	Discounted Cashflow
Dez	Dezember
Durchsch.	Durchschnitt, durchschnittlich
d.h.	Das heißt
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings Before Taxes
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
etc.	Et Cetera
EUR	Euro
EV	Enterprise Value
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	Fortfolgend
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles (Allgemein anerkannte Rechnungslegungsgrundsätze)
gem.	Gemäß
Gesellschaft	Vectron Systems AG, Münster
ggf.	Gegebenenfalls
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Compagnie Kommanditgesellschaft
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
i.d.F.	In der Fassung
i.d.R.	In der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.

Abkürzung	Definition
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H	In Höhe
i.H.v.	In Höhe von
Immat. VW	Immaterielle Vermögenswerte
IMRP	Implizite Marktrisikoprämie
Inc.	Incorporated
inkl.	Inklusive
iOS	Von Apple Inc. entwickeltes mobiles Betriebssystem
IPO	Initial Public Offering
i.S.	Im Sinne
i.S.d.	Im Sinne des
ISIN	International Securities Identification Number
i.S.v.	Im Sinne von
i.V.m.	In Verbindung mit
i.W.	Im Wesentlichen
IWF	Internationaler Währungsfonds
IT	Information Technology
JPY	Japanischer Yen
KapZins	Kapitalisierungszinssatz
Kfz	Kraftfahrzeug
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LLC	Limited Liability Company
IBISWorld	IBISWorld-Datenbank für Branchen- und Marktanalysen
lt.	Laut
Ltd.	Limited
LTM	Last Twelve Months
Max	Maximum
MBO	Management Buy-Out
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
n/a	Nicht anwendbar
N/M	Not meaningful („nicht sinnvoll“)
Nettoausgleichszahlung	Ausgleichszahlung nach Abzug der Körperschaftsteuer inklusive Solidaritätszuschlag

Abkürzung	Definition
Nr.	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
OCF	Operational Cash Flow („Operativer Cashflow“)
o.D.	Ohne Datumsangabe
o.g.	Oben genannt
OLG	Oberlandesgericht
OPEX	Operating Expenses
p.a.	Per annum
PC	Personal Computer
P/E	Price-to-Earnings Ratio („Kurs-Gewinn-Verhältnis“)
Peer Group	Gruppe von Unternehmen, die zu den Bewertungsobjekten vergleichbar sind
pers.	Persönlich
pers. ESt.	Persönliche Ertragsteuer
PF	Pro Forma
POS	Physical-Point-of-Sale
pp	Prozentpunkte
rd.	Rund
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S&P	Standard and Poor's
S.	Seite
SA	Société Anonyme
SE	Europäische Aktiengesellschaft
Shift4	Shift4 Payments, Inc.
sog.	Sogenannt
SolZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren
stellv.	Stellvertretend
TCF	Total Cash Flow
TEUR	Tausend Euro
Tsd.	Tausend
Trans.	Transitional („Übergangsphase“)
TV	Terminal Value („ewige Rente“)
TWC	Trade Working Capital („Nettoumlaufvermögen“)
Tz.	Textziffer
u.a.	Unter anderem

Abkürzung	Definition
unlev.	Unlevered
USD	US Dollar
v.	Vor
Vectron	Vectron Systems AG, Münster, und ihre Tochtergesellschaften
Vectron Systems AG	Vectron Systems AG, Münster
Vectron Systems-Gruppe	Vectron Systems AG, Münster, und ihre Tochtergesellschaften
vgl.	Vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WBaT	Wertbeitrag aus Thesaurierung
WKN	Wertpapier-Kennnummer
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
XETRA	Börslicher Handelsplatz der Deutschen Börse AG
z.B.	Zum Beispiel
z.T.	Zum Teil
Ziff.	Ziffer
zit.	Zitiert
zzgl.	Zuzüglich

1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1 Auftrag

- 1 Die Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main („**Arrow HoldCo**“) als herrschendes Unternehmen und die Vectron Systems AG, Münster („**Vectron Systems AG**“, „**Gesellschaft**“, zusammen mit ihren Tochtergesellschaften „**Vectron Systems-Gruppe**“, „**Vectron**“) als beherrschtes Unternehmen beabsichtigen mit Bekanntgabe vom 26. September 2024 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag („**Beherrschungsvertrag**“) i.S.d. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG abzuschließen. Die Wirksamkeit des Vertrags steht gemäß § 293 Abs. 1 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung der Vectron Systems AG. Der Zustimmungsbeschluss der Hauptversammlung der Vectron Systems AG soll am 25. April 2025 gefasst werden. Dieser Tag ist der maßgebliche Bewertungsstichtag („**Bewertungsstichtag**“).
- 2 Den außenstehenden Aktionären einer beherrschten Aktiengesellschaft ist nach ihrer Wahl eine angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG sowie eine angemessene Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG zu gewähren. Der Vertrag ist insbesondere im Hinblick auf die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.
- 3 Mit Beschluss vom 13. Januar 2025 hat uns das Landgericht Dortmund zur sachverständigen Prüferin des vorgesehenen Beherrschungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, insbesondere zur Prüfung der Angemessenheit der Abfindung sowie der Ausgleichszahlung, bestellt.
- 4 Abfindung und Ausgleich sind grundsätzlich aus dem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der Börsenkurs kann auch maßgeblich sein. Arrow HoldCo und Vectron Systems AG haben die RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart („**RSM Ebner Stolz**“, „**Bewertungsgutachterin**“) beauftragt, einen objektivierten Unternehmenswert auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden zu ermitteln. In diesem Zusammenhang unterstützt RSM Ebner Stolz die Geschäftsführung der Arrow HoldCo und den Vorstand der Vectron Systems AG bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG und des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG.
- 5 RSM Ebner Stolz hat am 21. März 2025 eine „Gutachtliche Stellungnahme über die Ermittlung des Unternehmenswerts zum 25. April 2025 der Vectron Systems AG Münster“ vorgelegt. Die Vertragsparteien machen sich die Ausführungen von RSM Ebner Stolz in dem genannten Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der Vectron sowie zur angemessenen Abfindung und zum angemessenen Ausgleich inhaltlich vollständig zu eigen.

1.2 Auftragsdurchführung

- 6 Wir haben die Prüfung in Anwendung der §§ 293b bis 293e AktG – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 4. Februar 2025 aufgenommen und bis heute, dem 24. März 2025, in unserem Büro in Frankfurt am Main durchgeführt.
- 7 Die Bewertungsgutachterin hat uns die zur Durchführung von Bewertung und Prüfung relevanten Dokumente im Wesentlichen mittels eines gesicherten digitalen Datenraums zur Verfügung gestellt. Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:
 - Geprüfte Jahresabschlüsse der Vectron Systems AG für die Geschäftsjahre 2022 und 2023;
 - Jahres- und pro-forma-konsolidierter Abschluss der acardo group AG für das Geschäftsjahr 2022;
 - Jahresabschluss der posmatic GmbH für das Geschäftsjahr 2022 und 2023;
 - Geschäftsberichte der Vectron Systems AG für die Geschäftsjahre 2022-23;

- Berichte der Nexia GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft (bis 2022: RSM GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft) über die Prüfung von Jahresabschluss und Lagebericht der Vectron Systems AG sowie der acardo group AG für die Geschäftsjahre 2022-23, sowie über die Prüfung des Berichts des Vorstands über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen für das Geschäftsjahr 2023;
- Bericht über die Erstellung des Jahresabschlusses der acardo activation GmbH und Bericht über die Prüfung des Jahresabschlusses der acardo group AG für das Geschäftsjahr 2022;
- Bericht über die im Rahmen der Akquisition der acardo group AG und acardo activation GmbH durch PAS Financial Advisory AG erstellte Kaufpreisallokation;
- Notariell bescheinigte Satzung vom 15.09.2022 sowie geänderte und notariell bescheinigte Satzung vom 19.06.2024 der Vectron Systems AG und notariell bescheinigte Satzung der acardo group AG vom 31.03.2023;
- Bescheide des Finanzamts Münster-Außenstadt zur Feststellung des verbleibenden Verlustvortrags der Gewerbesteuer, zur Feststellung des verbleibenden Verlustvortrags der Körperschaftsteuer, sowie zur Ermittlung des steuerlichen Einlagekontos, jeweils zum 31. Dezember 2022;
- Bericht zur Betriebsprüfung der Vectron Systems AG durch das Finanzamt für Groß- und Konzernbetriebsprüfung Münster für die Geschäftsjahre 2016 bis 2018;
- Protokolle der Aufsichtsratssitzungen der Vectron Systems AG im Zeitraum 1. Januar 2024 bis zum Abschluss unserer Prüfungsarbeiten;
- Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Vectron Systems AG zu dem freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebot (Barangebot) der Youco F24-H158 Vorrats-GmbH (zukünftig: Arrow HoldCo GmbH) an die Aktionäre der Vectron Systems AG vom 11. Juni 2024;
- Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebot (Barangebot) der Youco F24-H158 Vorrats-GmbH (zukünftig: Arrow HoldCo GmbH) an die Aktionäre der Vectron Systems AG aus dem Juni 2024;
- Notarieller Kaufvertrag vom 30.12.2022 für den Erwerb der acardo group AG und der acardo activation GmbH;
- Entwurf des gemeinsamen Berichts der Geschäftsführung der Arrow HoldCo GmbH und des Vorstands der Vectron Systems AG nach § 293a AktG zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Arrow HoldCo GmbH und der Vectron Systems AG;
- Patronatserklärung der Shift4 Payments, LLC gegenüber der Arrow HoldCo GmbH vom 18. März 2025;
- Investor Information Materials Project ARROW des Financial Advisors Stephens;
- Vorläufige Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung der Vectron Systems AG und der acardo group AG für das Geschäftsjahr 2024;
- Pro-forma Konzernbilanz und Konzerngewinn- und Verlustrechnung der Vectron Systems-Gruppe;
- Vertriebsplanung sowie Planung der Gewinn- und Verlustrechnung für die Vectron Systems AG für die Geschäftsjahre 2025-2031;
- Planung der Gewinn- und Verlustrechnung für die acardo group AG für die Geschäftsjahre 2025-27;
- Planung der Investitionen und Abschreibungen der Vectron Systems AG für die Geschäftsjahre 2025-2031 und der acardo group AG für die Geschäftsjahre 2025-27;

- Gutachtliche Stellungnahme über die Ermittlung des Unternehmenswerts zum 25. April 2025 der Vectron Systems AG, erstellt durch RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerprüfungsgesellschaft mit Entwürfen;
 - Verschiedene markt- und branchenspezifische Veröffentlichungen; sowie
 - Öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.
- 8 Uns wurden alle angefragten Informationen zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Marktstudien und Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns insbesondere auf die von den Finanzinformationsdienstleistern S&P Global Market Intelligence (vormals S&P Capital IQ) und Bloomberg gelieferten Daten gestützt.
- 9 Beherrschungsvertrag, Gemeinsamer Bericht und Bewertungsgutachten haben uns vor ihrer Fertigstellung jeweils bereits in (finaler) Entwurfsform nebst Vorentwürfen vorgelegen. Das Bewertungsgutachten haben wir auch in unterzeichneter Form erhalten.
- 10 Die Geschäftsführung der Arrow HoldCo und der Vorstand der Vectron Systems AG haben uns mit Datum vom 21. März 2025 jeweils eine Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung des Vertrags von Bedeutung sind, nach ihrer Kenntnis vollständig und richtig erteilt worden sind.
- 11 Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch RSM Ebner Stolz im Sinne einer Parallelprüfung aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Vertrags- bzw. Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt. Sie ist begründet durch die Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Zudem haben wir uns fortlaufend bilateral mit der Bewertungsgutachterin über den Fortschritt der Bewertungsarbeiten ausgetauscht und etwaige Unklarheiten erörtert.
- 12 Neben Gesprächen mit der Bewertungsgutachterin haben außerdem Gespräche mit dem Management der Vectron Systems AG und der Arrow HoldCo als auch mit den Anwaltskanzleien Gleiss Lutz und Heuking stattgefunden.
- 13 Unsere Prüfungsergebnisse beruhen im Wesentlichen auf der Prüfung von Unterlagen von Arrow HoldCo und Vectron, auf Auskünften der uns benannten Auskunftspersonen sowie auf dem Bewertungsgutachten und ergänzend durch die Bewertungsgutachterin erteilten Informationen. Über die so erhaltenen Informationen hinaus haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen durchgeführt.
- 14 Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß § 293e AktG den folgenden Bericht.
- 15 Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am heutigen Tag und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Vectron Systems AG über den Abschluss des Vertrags wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Erstattung des Bewertungsgutachtens bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung der angemessenen Abfindung bzw. der angemessenen Ausgleichszahlung zu berücksichtigen. Hierzu werden wir am Tag der Hauptversammlung Stichtagserklärungen einholen.
- 16 Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden Hauptversammlung der Vectron Systems AG und die Vorlage beim zuständigen Gericht.
- 17 Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte zuvor mit uns eine Vereinbarung zur Vertraulichkeit und Haftungsausschluss vereinbart hat.
- 18 Soweit gesetzlich zulässig übernehmen wir Dritten gegenüber keine Haftung. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den Vertragsparteien und ihren Anteilsinhabern gilt darüber hinaus § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.

1.3 Vorausgegangenes Erwerbsangebot¹

- 19 Dem Abschluss des Beherrschungsvertrags ist ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot („Erwerbsangebot“) der Arrow HoldCo, einer Tochtergesellschaft der Shift4 Payments, Inc. („**Shift4**“) an die Aktionäre der Vectron Systems AG zum Erwerb sämtlicher Aktien der Vectron Systems AG (ISIN DE000A0KEXC7) für eine Gegenleistung von 10,50 Euro je Aktie vorausgegangen.
- 20 Laut Angebotsunterlage enthält der Angebotspreis eine Prämie von EUR 2,54 zum volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs von EUR 7,96, was einem relativen Zuschlag von rd. 31,8% entspricht. Bezogen auf den Schlusskurs der Vectron-Aktie im Xetra-Handel am 31. Mai 2024, dem letzten Handelstag vor Bekanntgabe des Angebots, stellt der Angebotspreis einen Zuschlag von EUR 0,74 bzw. 7,6% dar.
- 21 Die Entscheidung zur Abgabe des Erwerbsangebots wurde am 1. Juni 2024 bekanntgegeben und die entsprechende Angebotsunterlage am 5. Juni 2024 veröffentlicht.
- 22 Die Frist für die Annahme des Erwerbsangebots begann mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage am 5. Juni 2024 und endete am 3. Juli 2024 um 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main).

¹ Vgl. Angebotsunterlage vom 5. Juni 2024 zum freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebot der Arrow HoldCo an alle Aktionäre der Vectron Systems AG.

2 GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

- 23 Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.
- 24 Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand unserer Prüfung der Unternehmensvertrag. Schwerpunkt unserer Prüfung ist, gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG, die Angemessenheit der Abfindung nach § 305 AktG sowie die Angemessenheit der Ausgleichszahlung nach § 304 in dem zwischen den Gesellschaften beabsichtigten Beherrschungsvertrag.
- 25 Dementsprechend haben wir zum einen bei dem formellen Teil unserer Prüfung geprüft, ob der Vertrag die gesetzlich vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.
- 26 Zum anderen haben wir bei dem materiellen Teil unserer Prüfung geprüft, ob die vorgeschlagene Abfindung und der vorgeschlagene Ausgleich als angemessen anzusehen sind.
- 27 Gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Abfindung oder der vorgeschlagene Ausgleich angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben,
- nach welchen Methoden Abfindung und Ausgleich ermittelt worden sind;
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
 - welche Abfindung oder welcher Ausgleich sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs oder der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragschließenden Unternehmen aufgetreten sind.
- 28 Wir weisen darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzernabschlüsse, Konzernlageberichte sowie der Jahresabschlüsse und Lageberichte oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungsschritte sind nicht Gegenstand unserer Prüfung. Die Übereinstimmung der vorgelegten geprüften Abschlüsse mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.
- 29 Wir weisen zudem darauf hin, dass wir eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der steuerrechtlichen Auswirkungen, ebenso wenig vorgenommen haben wie eine Prüfung der Zweckmäßigkeit des Vertrags oder des Vorgehens. Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertragsberichts sind ebenso nicht Gegenstand unserer Vertragsprüfung.

3 FORMELLE PRÜFUNG DES BEHERRSCHUNGSVERTRAGS

30 Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines Beherrschungsvertrags ergibt sich aus §§ 291 ff. AktG. Die Prüfung von Vollständigkeit und Richtigkeit des Unternehmensvertrags bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den Vertragsparteien, die Feststellung des Vertragsgegenstands, den Beginn und die Dauer des Vertrags sowie die Vereinbarungen zu Ausgleichszahlung und Abfindung. Der finale Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ist diesem Prüfungsbericht in Anlage A&M-002 beigelegt.

3.1 Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

31 Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften sind im Beherrschungsvertrag zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG genannt² und entsprechen den Eintragungen in den Handelsregistern der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG.

3.2 Leitung

32 Die Vectron Systems AG unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft der Arrow HoldCo.³ Dementsprechend ist die Arrow HoldCo berechtigt, dem Vorstand der Vectron Systems AG hinsichtlich deren Leitung sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen.⁴

33 Der Vorstand der Vectron Systems AG ist verpflichtet, die Weisungen der Arrow HoldCo in Übereinstimmung mit § 308 AktG zu befolgen.⁵

34 Der Vertrag regelt, dass Weisungen der Textform bedürfen.⁶

35 Entscheidungen über die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung des Beherrschungsvertrags sind von dem Weisungsrecht der Arrow HoldCo ausgenommen.⁷ Die diesbezüglichen Regelungen des Vertrags entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.⁸

3.3 Gewinnabführung

36 Während der Dauer des Vertrags verpflichtet sich die Vectron Systems AG, ihren ganzen Gewinn an die Arrow HoldCo abzuführen. Als Gewinn abzuführen ist, vorbehaltlich der Bildung und Auflösung von Rücklagen nach Tz. 2.2 des Vertrags, der nach § 301 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung zulässige Höchstbetrag.⁹

37 Die Vectron Systems AG kann mit in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung der Arrow HoldCo Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 HGB) einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist. Auf in Textform nach § 126b BGB erfolgtes Verlangen der Arrow HoldCo sind, soweit nach §§ 301, 302 AktG in ihrer jeweils gültigen Fassung zulässig, aus während der Dauer des Vertrags gebildeten anderen Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 HGB) Beträge zu entnehmen und zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages zu verwenden oder als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus

² Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 2.

³ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 2, Tz. 1.1.

⁴ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 2, Tz. 1.1. Vgl. § 308 Abs. 1 AktG.

⁵ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 2, Tz. 1.2. Vgl. § 308 Abs. 2 AktG.

⁶ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 2, Tz. 1.4.

⁷ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 2, Tz. 1.3.

⁸ §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299 und 308 AktG.

⁹ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 2, Tz. 2.1.

der Zeit vor Beginn dieses Vertrags stammt, dürfen weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden.¹⁰

38 Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals für den ganzen Gewinn des am 1. Januar 2025 beginnenden oder desjenigen späteren Geschäftsjahres der Vectron Systems AG, in dem der Vertrag wirksam wird. Die Verpflichtung zur Gewinnabführung ist in jedem Fall mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr von Vectron fällig.¹¹

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

3.4 Verlustübernahme

40 Nach Tz. 3.1 des Vertrags verpflichtet sich die Arrow HoldCo nach § 302 Abs. 1 AktG zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags der Vectron Systems AG. Die Bestimmungen des § 302 AktG sind in ihrer Gesamtheit und in ihrer jeweils gültigen Fassung anzuwenden.

41 Die Verpflichtung zum Verlustausgleich besteht erstmals für das Geschäftsjahr der Vectron Systems AG, in dem der Vertrag wirksam wird. Die Verpflichtung wird jeweils am Ende eines Geschäftsjahres der Vectron Systems AG fällig.¹²

42 Bei einer Beendigung dieses Vertrags während eines Geschäftsjahres der Vectron Systems AG, insbesondere durch Kündigung aus wichtigem Grund, ist Arrow zur Übernahme desjenigen Fehlbetrags der Vectron Systems AG verpflichtet, wie er sich aus einer auf den Tag des Wirksamwerdens der Beendigung zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt.¹³

43 Durch Anknüpfung an die gesetzlichen Bestimmungen in ihrer jeweils geltenden Fassung ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Verlustübernahme zulässig sind.

44 Die vorgenannten Regelungen entsprechen vollumfänglich den Anforderungen des § 302 AktG.

3.5 Ausgleichszahlung

45 Die Arrow HoldCo verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären der Vectron Systems AG für die Dauer des Vertrags als angemessenen Ausgleich nach § 304 Abs. 1 AktG eine wiederkehrende Geldleistung („Ausgleichszahlung“) zu zahlen.¹⁴

46 Die Arrow HoldCo zahlt den Aktionären der Vectron Systems AG als Ausgleich für die Vertragsdauer unabhängig vom Ergebnis der Vectron Systems AG für jedes volle Geschäftsjahr und jede Aktie eine Ausgleichszahlung. Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der Vectron Systems AG EUR 0,47 brutto je Stückaktie, abzüglich eines Betrages für die Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses des Vertrags gelangen auf den anteiligen Bruttoausgleichsbetrag von EUR 0,47 je Aktie der Vectron Systems AG 15% Körperschaftsteuer zzgl. 5,5% Solidaritätszuschlag, d.h. EUR 0,07, zum Abzug, woraus sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags nach kaufmännischer Rundung auf einen vollen Cent-Betrag eine Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 0,40 je Aktie der Vectron Systems AG für ein volles Geschäftsjahr ergibt.¹⁵

¹⁰ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 2f, Tz. 2.2.

¹¹ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 3, Tz. 2.3.

¹² Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 3 Tz. 3.2.

¹³ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 3, Tz. 3.3.

¹⁴ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 3, Tz. 4.1.

¹⁵ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 3f, Tz. 4.2.

- 47 Die Ausgleichszahlung ist am dritten Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach der ordentlichen Hauptversammlung der Vectron Systems AG für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr der Vectron Systems AG, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres der Vectron Systems AG fällig.¹⁶
- 48 Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der Vectron Systems AG, in dem der Vertrag wirksam wird, gewährt.¹⁷
- 49 Bei einer Erhöhung des Grundkapitals durch Gesellschaftsmittel vermindert sich die Ausgleichszahlung so, dass der Gesamtbetrag des Ausgleichs unverändert bleibt.¹⁸ Falls das Grundkapital der Vectron Systems AG durch Bareinlage unter Gewährung eines Bezugsrechts an die außenstehenden Aktionäre erhöht wird, gelten die Rechte zum Ausgleich auch für die von den außenstehenden Aktionären aus der Kapitalerhöhung bezogenen Aktien.
- 50 Wird in einem Spruchverfahren rechtskräftig ein höherer Ausgleich festgesetzt, können außenstehende Aktionäre, auch wenn sie bereits abgefunden wurden, eine entsprechende Ergänzung der Ausgleichszahlung verlangen. Ebenso werden alle übrigen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich das herrschende Unternehmen in einem Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens zu einem höheren Ausgleich verpflichtet.¹⁹
- 51 Die Regelungen zur festen Ausgleichszahlung entsprechen der gesetzlichen Regelung in § 304 Abs. 1 S.1 AktG.

3.6 Abfindung

- 52 Die Arrow HoldCo verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Vectron Systems AG dessen Aktien gegen eine Barabfindung von EUR 10,93 je Aktie zu erwerben.²⁰
- 53 Die Verpflichtung der Arrow HoldCo zum Erwerb der Vectron Systems AG-Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Vectron Systems AG nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist.²¹ Eine Befristung ist in der Praxis auch üblich. Die diesbezüglichen Regelungen stehen in Einklang mit den gesetzlichen Regelungen.
- 54 Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,²² entsprechen den Vorgaben der herrschenden Ansicht in der juristischen Literatur.
- 55 Sollte die Abfindung durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht werden, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Abfindung verlangen. Dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 Spruchverfahrensgesetz. Ein solcher Ergänzungsspruch ergibt sich ebenfalls im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens.²³

¹⁶ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 4, Tz. 4.4.

¹⁷ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 4, Tz. 4.5.

¹⁸ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 4, Tz. 4.7.

¹⁹ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 4, Tz. 4.8.

²⁰ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 4, Tz. 5.1.

²¹ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 4f, Tz. 5.2.

²² Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 5, Tz. 5.3.

²³ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 5, Tz. 5.5.

- 56 Eine Verzinsung ist im Vertrag nicht geregelt, aber auch nicht erforderlich. Denn es gilt die gesetzliche Regelung des § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG, wonach die Abfindung nach Ablauf des Tages, an dem der Vertrag wirksam geworden ist, mit jährlich 5%-Punkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen und die Geltendmachung eines weiteren Schadens nicht ausgeschlossen ist.
- 57 Endet der Vertrag aufgrund einer Kündigung der Arrow HoldCo oder der Vectron Systems AG zu einem Zeitpunkt, in dem die Frist zur Annahme der Abfindung bereits abgelaufen ist, ist jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär der Vectron Systems AG berechtigt, seine zum Zeitpunkt der Beendigung dieses Vertrags von ihm gehaltenen Aktien der Vectron Systems AG gegen Zahlung der bestimmten Abfindung je Aktie der Vectron Systems AG an Arrow HoldCo zu veräußern, und die Arrow HoldCo ist verpflichtet, die Aktien der Vectron Systems AG jedes außenstehenden Aktionärs auf dessen Verlangen zu erwerben. Wird die Abfindung je Aktie der Vectron Systems AG durch rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder durch einen Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht, wird die Arrow HoldCo die Aktien der Vectron Systems AG der außenstehenden Aktionäre unter den zuvor genannten Voraussetzungen gegen Zahlung des im Spruchverfahren oder im Vergleich je Aktie der Vectron Systems AG festgesetzten Betrages erwerben. Dieses Veräußerungsrecht ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung des Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Vectron Systems AG nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist.²⁴
- 58 Demnach lebt das Abfindungsangebot nach § 305 AktG bei Vertragsbeendigung vorübergehend wieder auf.

3.7 Auskunftsrecht

- 59 Der Arrow HoldCo werden Auskunftsrechte gewährt und der Vectron Systems AG Auskunftspflichten auferlegt. So ist die Arrow HoldCo berechtigt, Bücher und Schriften der Vectron Systems AG einzusehen.²⁵ Ferner ist die Vectron Systems AG verpflichtet, der Arrow HoldCo jederzeit alle verlangten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten der Vectron Systems AG zu geben.²⁶
- 60 Nach allgemeiner Ansicht sind Auskunfts- und Einsichtsrechte des herrschenden Unternehmens Bestandteil der aus § 308 Abs. 1 AktG folgenden Konzernleitungsmacht. Die klarstellenden Regelungen des Vertrags sind nicht zu beanstanden.

3.8 Wirksamwerden und Vertragsdauer

- 61 In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften bedarf der Vertrag der Zustimmung der Hauptversammlung der Vectron Systems AG sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Arrow HoldCo.²⁷
- 62 Der Vertrag wird entsprechend der gesetzlichen Regelung erst wirksam, wenn sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der Vectron Systems AG eingetragen worden ist.²⁸
- 63 Der Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen.²⁹
- 64 Die Arrow HoldCo kann den Vertrag erstmals mit einer Frist von sechs Monaten zum Ende desjenigen Geschäftsjahres der Vectron Systems AG kündigen, das frühestens mit Ablauf von

²⁴ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 5, Tz. 5.6.

²⁵ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 5, Tz. 6.1.

²⁶ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 6, Tz. 6.2.

²⁷ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 6, Tz. 7.1.

²⁸ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 6, Tz. 7.2.

²⁹ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 6, Tz. 8.1.

fünf Jahren nach dem Beginn des Geschäftsjahres endet, für welches die Verpflichtung zur Abführung des Gewinns erstmals besteht.³⁰

65 Danach kann die Arrow HoldCo den Vertrag mit einer Frist von sechs Monaten zum Ablauf eines jeden Geschäftsjahres der Vectron Systems AG kündigen. Das ordentliche Kündigungsrecht der Vectron Systems AG (§ 297 Abs. 2 AktG) ist ausgeschlossen.³¹ Dies ist nicht zu beanstanden, da das Gesetz ein solches Kündigungsrecht nicht zwingend vorsieht.

66 Die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich einer Kündigung aus wichtigem Grund³² sind beachtet worden.³³

3.9 Patronatserklärung

67 Die Shift4 Payments LLC, eine Tochtergesellschaft von Shift4, hat mit gesonderter Erklärung vom 18. März 2025 eine Patronatserklärung abgegeben.³⁴ In dieser Patronatserklärung hat sich die Shift4 Payments LLC gegenüber der Vectron Systems AG uneingeschränkt und unwiderruflich verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, dass die Arrow HoldCo in der Weise finanziell ausgestattet wird, dass Arrow HoldCo stets in der Lage ist, alle ihre Verbindlichkeiten aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag fristgemäß zu erfüllen.³⁵

68 Ferner steht die Shift4 Payments LLC den außenstehenden Aktionären der Vectron Systems AG uneingeschränkt und unwiderruflich dafür ein, dass die Arrow HoldCo alle ihnen gegenüber bestehenden Verpflichtungen aus oder im Zusammenhang mit diesem Vertrag, insbesondere zur Zahlung von Ausgleich und Abfindung, fristgemäß erfüllt.³⁶

3.10 Fazit

69 Als Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass der Beherrschungsvertrag die in den §§ 291 ff. AktG vorgeschriebene Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht. Sonstige Regelungen des Vertrags stehen nicht im Widerspruch zu den gesetzlichen Vorgaben.

³⁰ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 6, Tz. 8.2.

³¹ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 6, Tz. 8.3.

³² Vgl. § 297 Abs. 1 AktG.

³³ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 6f, Tz. 8.5 und Tz. 8.6.

³⁴ Die unterschriebene Patronatserklärung der Shift4 Payments, LLC an die Vectron Systems AG ist in Anlage A&M-003 unserem Prüfungsbericht beigefügt.

³⁵ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 7, Tz. 9.2.

³⁶ Vgl. Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG, vom 21. März 2025, S. 7, Tz. 9.3.

4 MATERIELLE PRÜFUNG DES BEHERRSCHUNGSVERTRAGS

- 70 Die materielle Prüfung des Beherrschungsvertrags, mithin die Prüfung der Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich, fußt wesentlich auf der uns durch die Gesellschaft zur Verfügung gestellten Planung.
- 71 Für Zwecke der Plausibilisierung dieser Planung ist die Analyse des Ist-Zustandes des Bewertungsobjekts unabdingbar. In den Abschnitten 4.2 und 4.3 wird die Vectron Systems-Gruppe daher zunächst bezogen auf ihr Geschäftsmodell beschrieben und im Hinblick auf den historischen Zeitraum der vergangenen drei Geschäftsjahre 2022 bis 2024 dargestellt und analysiert.
- 72 Im Anschluss an die Beschreibung und Analyse der Historie des Bewertungsobjektes legen wir in den Abschnitten 4.4 bis 4.9 unsere Prüfung der Angemessenheit der Abfindung gem. § 305 AktG bzw. der Ausgleichszahlung gem. § 304 AktG dar.

4.1 Angemessenheit der Bewertungsmethode zur Ermittlung der Abfindung

- 73 Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungsvertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen des außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Weiterhin schreibt der § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG vor, dass die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen muss. Im Falle des Beherrschungsvertrags zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG sieht der Entwurf des Vertrags eine Abfindung von EUR 10,93 vor.
- 74 Die Abfindung wird entweder anhand des Börsenkurses oder anhand einer Unternehmensbewertung abgeleitet. Im Folgenden wird die Angemessenheit von unterschiedlichen Bewertungsmethoden zur Ermittlung der Abfindung diskutiert.
- 75 Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in der Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer („IDW“), insbesondere in dem „IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ („IDW S 1“), gefunden.

4.1.1 Börsenkurs³⁷

- 76 Der IDW S 1 beschreibt in Tz. 16, dass z.B. bei Abfindung und Ausgleich gemäß §§ 304, 305 AktG der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln ist.

Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung

- 77 Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts („BVerfG“) und des Bundesgerichtshofs („BGH“) zu – an einem organisierten Kapitalmarkt – börsennotierten Aktiengesellschaften darf die Bemessung der Abfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (Beschluss des BVerfG vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des BGH vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.).
- 78 Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der BGH mit Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 entschieden, dass der der Abfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach dem Handelsvolumen gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.
- 79 Der BGH bezieht sich in seiner Begründung unter anderem auf die normative Wertung in § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung („AngVO“), wonach es für den Mindestangebotspreis bei Übernahme- und Pflichtangeboten auf den gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor

³⁷ Die Analysen und die Aufarbeitung der Forschung sowie Rechtsprechung zur Bedeutung des Börsenkurses als Bewertungsmethode entspringen einem Forschungsprojekt unter der Leitung von Dr. Nina Riabinova und Dr. Tim Laas.

Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. vor Veröffentlichung des Erreichens der Kontrollschwelle ankommt.

- 80 Auch mit dem Börsenkurs soll, so der BGH, der Verkehrswert der Aktie ermittelt werden, den sie ohne die anstehende Strukturmaßnahme hätte. Ab Bekanntwerden der Maßnahme wird diese aber in den Kurs eingepreist, sodass dieser Kurs nicht mehr den Verkehrswert ohne die Maßnahme widerspiegelt.
- 81 Außerdem ist – wie der BGH betont – der Durchschnittskurs aus dem Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung aus technischen Gründen schon deshalb kaum praktikabel, weil die Abfindung mit der Einberufung bekannt gegeben werden muss, der Kurs unmittelbar vor der Hauptversammlung wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) zu diesem Zeitpunkt aber noch gar nicht feststehen kann.
- 82 Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt, wenn (BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00):
- Über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat;
 - Der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktenge nicht in der Lage war, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern; oder
 - Eine Manipulation des Börsenpreises vorlag.
- 83 In diesem Fall kommt der Börsenwert nicht als Wertuntergrenze in Betracht. Dies gilt sowohl bei einer Barabfindung als auch bei der Abfindung in Aktien (ebenfalls BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00).
- 84 Ferner besagt § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO, dass der Börsenwert als Wertuntergrenze nur dann nicht anwendbar ist, wenn folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sind:
- Es konnte an weniger als einem Drittel der Handelstage im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein Börsenkurs festgestellt werden;
 - Es bestehen im Betrachtungszeitraum bei mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen Abweichungen um mehr als 5%.
- 85 Das OLG Karlsruhe hat eine analoge Anwendbarkeit dieser Kriterien für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen bestätigt (OLG Karlsruhe vom 22. Juni 2015, Az. 12a W5/15).

Börsenkurs als eigenständige Bewertungsmethode³⁸

- 86 In den jüngsten BGH-Beschlüssen vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, und vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22, wurde der Börsenkurs zur Bestimmung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG für geeignet befunden. Somit wird in diesen Urteilen dem Börsenkurs eine deutlich höhere Bedeutung als eigenständige Bewertungsmethode und nicht nur als Untergrenze der Abfindung beigemessen. Wird der Börsenkurs als alleinige maßgebliche Bewertungsmethode angewendet, werden an ihn erheblich höhere Anforderungen gestellt als lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und der Ausschluss einer Marktenge nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO.
- 87 Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. Dies wiederum setzt die Aussagekraft des Börsenkurses voraus. Für die Untersuchung der Aussagekraft des Börsenkurses wurden noch keine allgemein gültigen Standards entwickelt. In der aktuellen Rechtsprechung werden folgende Analysen zur Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses diskutiert:
- (i). Analyse der Verkehrsfähigkeit
 - (ii). Analyse der Aktienliquidität
 - (iii). Analyse der Informationsverfügbarkeit und Informationsverarbeitung

³⁸ Die Analysen und die Aufarbeitung der Forschung sowie Rechtsprechung zur Bedeutung des Börsenkurses als Bewertungsmethode entspringen einem Forschungsprojekt unter der Leitung von Dr. Nina Riabinova und Dr. Tim Laas.

88 Im Unterschied zur Analyse der Aktienliquidität wird bei der Analyse der sogenannten Verkehrsfähigkeit der Aktie lediglich das Vorliegen der Markttenge anhand der Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO geprüft (siehe vorhergehender Abschnitt „Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung“). Wird eine Markttenge festgestellt, erübrigt sich die Analyse der Aktienliquidität und der Börsenkurs kann nicht als Bewertungsmethode herangezogen werden. Bezüglich der hierarchischen Reihenfolge der Analysen hat das OLG Düsseldorf darüber hinaus klargestellt, dass es bei der Feststellung einer nur eingeschränkten Aktienliquidität auf die Analyse weiterer Aspekte der konkreten Informationsverarbeitung nicht ankommt, da die eingeschränkte Aktienliquidität der Annahme eines aussagekräftigen Börsenkurses entgegensteht.³⁹

Analyse der Aktienliquidität

89 Die Liquidität im Börsenhandel bezieht sich auf die Handelbarkeit eines Wertpapiers und beschreibt, in welchem Maß ein Wertpapier jederzeit ver- und gekauft werden kann. Eine hohe Liquidität erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung und wird von der Rechtsprechung als gewichtiger Indikator für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses gesehen.

90 Im Kontext der Unternehmensbewertung wird die Liquidität i.d.R. anhand der folgenden quantitativen Kennzahlen gemessen:

- Anzahl der Handelstage, an denen die Aktie gehandelt wird;
- Handelsvolumen;
- Handelsumsatz;
- Streubesitz (Free Float);
- Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz;
- Handelsquote; sowie
- Geld-Brief-Spannen (Bid-Ask-Spreads).

91 Für die meisten der unter Rn. 90 dargestellten Kennzahlen existieren keine allgemein anerkannten Schwellenwerte zur Einstufung der Aktie als liquide oder illiquide. Zur Einschätzung der Kennzahlen haben wir sie, wo möglich, mit den Werten aus den Entscheidungen der jüngsten Rechtsprechung verglichen, in denen der BGH und/oder die Oberlandesgerichte bei der Überprüfung der Abfindung auf die Börsenkurse abgestellt haben.⁴⁰ Ferner zogen wir zu Vergleichszwecken die Referenzwerte aus einem weiteren Fall heran, bei dem das OLG Frankfurt die Aktienliquidität zwar als „hinreichend“, „ausreichend“ bzw. „zufriedenstellend(...)“ eingestuft hat, trotzdem aber bei der Überprüfung der Abfindung zu Kontrollzwecken den Ertragswert einbezogen hat, da der Restzweifel an der Aussagekraft des Börsenkurses bestand.⁴¹

Analyse der Informationsverfügbarkeit und Informationsverarbeitung

92 Eine zeitnahe und ausgiebige Informationsbereitstellung reduziert Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmensmanagement und den Marktteilnehmern und erhöht die Markteffizienz. Kriterien für die Informationsverfügbarkeit sind:

- gesetzliche Informationspflichten und sonstige, auch vom Börsensegment abhängige Informationspflichten,
- Freiwillig zur Verfügung gestellte Informationen,
- Analysten-Coverage,
- Analyse der Aktionärsbasis und möglicher Informationspolitik.

³⁹ OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022, Az. 26 W 4/21, Leitsatz 5 („net mobile AG“, zit. nach Rechtsprechungsdatenbank NRW).

⁴⁰ BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22; BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20; OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

⁴¹ OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

- 93 Im Rahmen der Informationsverarbeitung wird analysiert, ob sich im Kursverlauf der Aktie veröffentlichte wertrelevante Informationen widerspiegeln, bzw. ob Reaktionen auf die Herausgabe von Informationen ausbleiben. Dabei wird auch analysiert, inwieweit eine nicht erklärbare Abkoppelung von der allgemeinen Markt- oder Branchenentwicklung stattgefunden hat. Darüber hinaus wird die Aktualität des Börsenkurses analysiert, da bei Anwendung des Börsenkurses als Bewertungsmethode sichergestellt werden muss, dass der Börsenkurs aktuell ist und im Börsenkurs die Verhältnisse der Gesellschaft am Bewertungsstichtag widergespiegelt sind.

4.1.2 Ertragswertverfahren

- 94 Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentieren. Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner hängen in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften.⁴²
- 95 In der theoretischen und praktischen Anwendung kommen hierbei das Ertragswertverfahren und die Varianten der DCF-Methode zur Verwendung. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht (vgl. Abschnitt 4.1.4).⁴³
- 96 Der Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).
- 97 Der Unternehmenswert lässt sich rechentechnisch direkt (einstufig) durch Nettokapitalisierung ermitteln, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden (z.B. Ertragswertverfahren). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital - WACC) mit dem sog. WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden. Bei der direkten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse um die Fremdkapitalkosten vermindert und danach in einem Schritt diskontiert. Bei der indirekten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit diskontiert und anschließend der so ermittelte Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten gekürzt.
- 98 Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass unsere Prüfung die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 zugrunde legt, d.h. unter Berücksichtigung typisierter persönlicher Einkommensteuern aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern).

Vorgehensweise einer Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens

- 99 Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1, wie zuvor beschrieben, nach der Ertragswert-Methode oder auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode ermittelt werden.⁴⁴ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der

⁴² Vgl. IDW S 1, Rz. 25.

⁴³ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

⁴⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

Bewertungsmethode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals: Gemäß IDW S 1 sind die auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden zueinander gleichwertig.⁴⁵

- 100 Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst häufig einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert in der Regel auf einer hinreichend detaillierten Planungsrechnung. Kann eine hinreichend detaillierte Planungsrechnung auch für einen längeren Zeitraum erstellt werden, verlängert sich der Zeitraum der Detailplanungsphase entsprechend.
- 101 Für den Fall, dass sich das zu bewertende Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in einem zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen.
- 102 In der zweiten oder dritten Phase, der Fortführungsphase (auch bekannt als „Terminal Value“ oder „Ewige Rente“), wird für das zu bewertende Unternehmen ein Gleichgewichts- oder Beharrungszustand unterstellt. In diesem Zustand wird angenommen, dass sich die jährlichen Überschüsse konstant oder konstant wachsend verhalten.⁴⁶
- 103 Bei Anwendung der Ertragswert-Methode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen nach persönlichen Steuern mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag berechnet.
- 104 Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.
- 105 Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.

Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

- 106 Sollten Sachverhalte im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, so sind diese gesondert zu bewerten. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögenswerte, die nicht zur Erzielung von finanziellen Überschüssen im Rahmen der eigentlichen operativen Unternehmensaufgabe erforderlich sind. Hierzu zählen beispielsweise nicht betriebsnotwendige liquide Mittel, nicht mehr genutzte Betriebsgrundstücke oder Kunstgegenstände.
- 107 Weiterhin können u.a. auch besondere steuerliche Sachverhalte als Sonderwert ermittelt werden. Die Berücksichtigung von Sonderwerten ergänzend zum Ertragswert führt zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

4.1.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren

- 108 Neben der Anwendbarkeit des Ertragswerts und von Börsenkursen findet die Ermittlung von Unternehmenswerten mit Hilfe der Multiplikator-Methode Anwendung.
- 109 Analog zu Ertragswert- und DCF-Methode können sog. „Enterprise-Multiplikatoren“ und „Equity-Multiplikatoren“ verwendet werden. Bei den Enterprise-Multiplikatoren wird zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt, welcher durch Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und Minderheiten sowie Berücksichtigung der Sonderwerte auf den Wert des

⁴⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

⁴⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 75ff.

Eigenkapitals überzuleiten ist. Bei den Equity-Multiplikatoren hingegen ist ein Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht erforderlich.

110 Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung dar, sondern ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren. Entsprechend der Grundsätze des IDW S 1 verwenden wir die Multiplikator-Methode im Rahmen unserer Prüfung lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertungsgutachterin im Zusammenhang mit ihrer Bewertung nach der Ertragswert-Methode.⁴⁷

111 Bewertungen auf der Grundlage von Multiplikatoren stellen im Transaktionsgeschäft eine wesentliche Grundlage zur Ableitung eines potenziellen Transaktionspreises dar.

112 Hierbei wird zwischen Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren unterschieden:

Börsenmultiplikatoren

113 Während bei der Ertragswertmethode die erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer Ertragsgröße eines Basisjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag einerseits im Multiplikator sowie andererseits in der abgeleiteten Umsatz- oder Ergebnisgröße, welche im Vergleich zu der verwendeten Peer Group ein repräsentatives Niveau widerspiegelt.

114 Kritische Erfolgsfaktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Ergebnisgrößen und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ableitung der Multiplikatoren. Für die Multiplikatorbewertung legen wir daher die zuvor beschriebene Gruppe aus Vergleichsunternehmen sowie die Konsensschätzungen der Ergebnis- und weiterer Bezugsgrößen durch die Analystengemeinde zugrunde.

115 Im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen stellen wir zur Ableitung der Multiplikatoren sowohl auf das EBITDA als auch das EBIT als Bezugsgröße ab.

116 Hierbei führen wir eine Plausibilisierung des Ertragswertes mithilfe von *EV/EBITDA-Multiplikatoren* und *EV/EBIT-Multiplikatoren* durch. Hierbei werden die Gesamtunternehmenswerte der Vergleichsunternehmen in Relation zu den prognostizierten zukünftigen EBITDA-bzw. EBIT-Werten gesetzt.

Transaktionsmultiplikatoren

117 Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren können alternativ Transaktionsmultiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der bei vergleichbaren Transaktionen gezahlte Kaufpreis – anstelle der Marktkapitalisierung (bzw. des auf dieser Basis ermittelten Unternehmensgesamtwerts) – ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt.

118 Im Rahmen der Analyse der auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zu- oder Abschläge für bspw. sog. Übernahmepremien enthalten. Dies ist in der Praxis häufig beobachtbar, lässt sich jedoch in der Regel nicht einzeln quantifizieren oder separieren.

119 Darüber hinaus ist bei Transaktionsmultiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-) Schwankungen unterliegen können. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes – insbesondere gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die

⁴⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 143 ff.

Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem ist im vorliegenden Falle auch die Möglichkeit von Marktverzerrungen und eine unzureichende Informationslage nicht auszuschließen.

- 120 Im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen konnte keine Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren durchgeführt werden. Grund hierfür ist, dass die veröffentlichten Transaktionsmultiplikatoren üblicherweise auf Ergebnisgrößen der letzten zwölf Monate basieren. Im Falle von Vectron wurden jedoch in den letzten 12 Monate Verluste erwirtschaftet, so dass eine aussagekräftige Ableitung von Transaktionsmultiplikatoren nicht möglich ist.

4.1.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren

- 121 Im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren stellen Liquidationswerte und Substanzwerte sog. Einzelbewertungsverfahren dar. Insbesondere bei schlechter Ergebnislage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen.
- 122 In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.⁴⁸
- 123 Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern.
- 124 Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert handelt es sich bei dem Substanzwert um den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte (und Schulden). Er ist insoweit Ausdruck vorgeleisteter Ausgaben, die durch den Verzicht auf den Aufbau eines identischen Unternehmens erspart bleiben. Dem Alter der Substanz ist durch Abschläge vom Rekonstruktionsneuwert Rechnung zu tragen, die sich aus dem Verhältnis der Restnutzungszeit zur Gesamtnutzungszeit der Vermögensteile bzw. aus dem Verhältnis des Restnutzungspotenzials zum Gesamtnutzungspotenzial ergeben (Rekonstruktionszeitwert).
- 125 Aufgrund der Schwierigkeiten, die sich in der Praxis bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger, vor allem immaterieller Werte ergeben, wird i.d.R. ein Substanzwert i.S. eines (Netto-) Teilrekonstruktionszeitwerts ermittelt. Dem Substanzwert, verstanden als (Netto-) Teilrekonstruktionszeitwert, fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.⁴⁹
- 126 Liquidations- oder Substanzwerte wurden seitens der Bewertungsgutachterin nicht ermittelt. Jedoch wurde ein Vergleich des bilanziellen Eigenkapitals des pro-forma-Konzernabschlusses zum GJ24 mit dem ertragswertbasierten Unternehmenswert durchgeführt. Es ergaben sich keine Anhaltspunkte, dass ein Liquidationswert die Höhe des ertragswertbasierten Unternehmenswerts überschreiten könnte. Wir haben die Ausführungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und kommen zu einer gleichen Einschätzung.

4.1.5 Würdigung der methodischen Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

- 127 Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Bestimmung des Unternehmenswerts der Vectron eine Ertragswertberechnung unter der Berücksichtigung der Maßgaben des IDW S1 durchgeführt.
- 128 Zusammenfassend halten wir die von der Bewertungsgutachterin angewendete Ertragswertmethode zur Ableitung der angebotenen Abfindung und des Ausgleichs für angemessen im Sinne des §293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 AktG.

⁴⁸ Vgl. IDW S 1, Tz. 5, 140f.

⁴⁹ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

- 129 Die Bewertungsgutachterin hat infolge einer nicht nachweisbaren Marktengende nach den beiden Kriterien des § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO den Börsenkurs zu Zwecken der Bestimmung einer Wertuntergrenze herangezogen. Wir erachten die Einschätzung der Bewertungsgutachterin für sachgerecht, dass im vorliegenden Bewertungsfall keine Marktengende nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO vorliegt und der ermittelte umsatzgewichtete Börsenkurs als Indikator für die Untergrenze der Abfindung angesehen werden kann.
- 130 Weiterhin hält die Bewertungsgutachterin den Börsenkurs im Hinblick auf den „wahren“ Wert für nicht aussagekräftig. Wir erachten die Einschätzung der Bewertungsgutachterin als sachgerecht, den Börsenkurs aufgrund der eingeschränkten Liquidität der Aktie sowie Zweifeln an der Aktualität des Börsenkurses nicht zur Bewertung heranzuziehen.
- 131 Die von der Bewertungsgutachterin unter Rückgriff auf Multiplikatorverfahren abgeleiteten Unternehmenswerte dienen im vorliegenden Fall lediglich Plausibilisierungszwecken.

4.2 Bewertungsobjekt

4.2.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

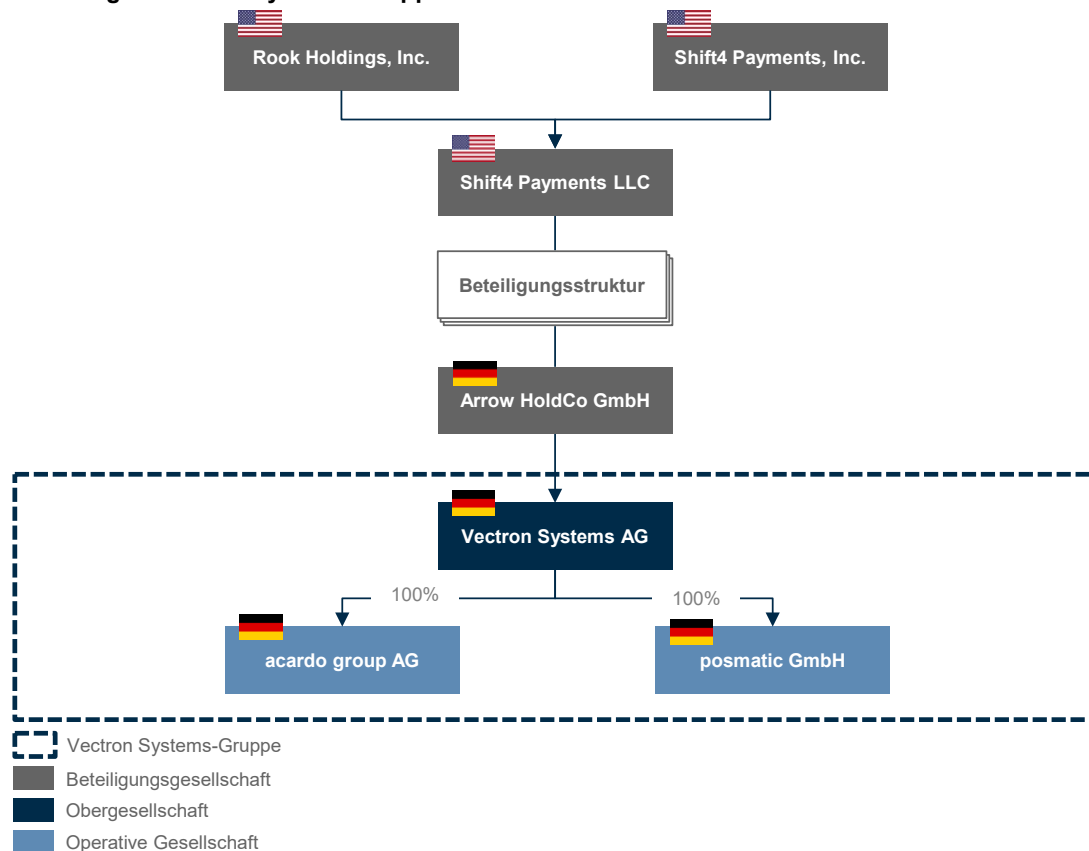
Rechtliche Verhältnisse

- 132 Die Vectron Systems AG ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Münster. Sie ist im Handelsregister unter der Nummer HRB 10502 beim Amtsgericht Münster eingetragen. Das Geschäftsjahr (GJ) entspricht dem Kalenderjahr.
- 133 Gemäß der jüngsten uns vorliegenden Fassung der Satzung ist der Gegenstand der Gesellschaft 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.
- 134 Der Vorstand besteht aus Herrn Thomas Stümmler und Herrn Dr. Ralf-Peter Simon.
- 135 Dem Aufsichtsrat sitzt Herr Prof. Dr. Dr. Claudius Schikora vor. Die weiteren Mitglieder des Aufsichtsrats sind Herr Luke Bedford Thomas und Herr Jordan Ross Frankel.
- 136 Der Abschlussprüfer war die RSM GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft für das GJ22 und die Nexia GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft für das GJ23.
- 137 Das Grundkapital der Vectron Systems AG ist vollständig eingezahlt, beläuft sich auf EUR 8.872.165 und besteht aus 8.872.165 nennwertlosen Stückaktien.
- 138 In 2024 hatte sich Shift4 im Rahmen des Business Combination Agreements zu einer Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital durch Ausgabe von 805.651 neuen Aktien zu einem Preis von EUR 10,50 je Aktie verpflichtet. Dies entsprach einem Emissionserlös von rd. EUR 8,5 Mio. Die Ermächtigung zur Erhöhung des Grundkapital wurde durch Beschluss der Hauptversammlung vom 21.06.2022 erteilt (genehmigtes Kapital 2022). Das Grundkapital stieg infolge der Kapitalerhöhung entsprechend um EUR 805.651, von EUR 8.056.514 auf EUR 8.862.165. Aufgrund der Ausübung von Mitarbeiteroptionen im GJ25 stieg das Grundkapital um weitere EUR 10.000 auf 8.872.165 und die Anzahl der Aktien um weitere 10.000 Stück auf 8.872.165 nennwertlose Stückaktien.
- 139 Der Vorstand ist durch Beschlüsse der Hauptversammlung ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrates das Grundkapital bis zum 18.06.2029 um insgesamt bis zu EUR 4.028.257 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2024).
- 140 Ebenfalls durch Beschluss der Hauptversammlung vom 19.06.2024 wurde das Grundkapital der Gesellschaft um bis zu EUR 28.000 (bedingtes Kapital 2017), EUR 212.500 (bedingtes Kapital 2020) und EUR 4.028.257 (bedingtes Kapital 2024) bedingt erhöht.
- Das bedingte Kapital 2017 dient der Gewährung von Bezugsrechten an leitende Mitarbeiter der Gesellschaft und nachgeordneter verbundener Unternehmen im In- und Ausland nach Maßgabe der Bestimmungen des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 23. Juni 2017.
 - Das bedingte Kapital 2020 dient ausschließlich der Erfüllung von Optionen, die aufgrund der Ermächtigung durch Beschluss der ordentlichen Hauptversammlung vom 10.09.2020 einschließlich des Änderungsbeschlusses der ordentlichen Hauptversammlung vom 21. Juni 2022 gewährt wurden.
 - Das bedingte Kapital 2024 dient der Bedienung von Schuldverschreibungen, die aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 19.06.2024 ausgegeben werden.
- 141 Die Arrow HoldCo hält derzeit insgesamt 5.952.952 Vectron-Aktien in ihrem Depot. Weitere 710.817 Vectron-Aktien befinden sich in Depots der Shift4-Gruppe und sollen zeitnah auf das Depot der Arrow HoldCo umgebucht werden.

142 Mit Ablauf des 30. September 2024 kam es zu einem Delisting der Aktien der Gesellschaft an der Frankfurt Wertpapierbörse. Seither wird die Aktie der Vectron Systems AG mit der ISIN DE000A0KEXC7 sowie der WKN A0KEXC lediglich noch im Freiverkehr der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wird von der Gesellschaft weder veranlasst noch unterstützt.

143 Das Bewertungsobjekt umfasst die Vectron Systems AG und ihre Tochtergesellschaften (zusammen: Vectron Systems-Gruppe). Nachfolgende Abbildung zeigt die vereinfachte Konzern- und Aktionärsstruktur der Vectron Systems-Gruppe:

Abbildung 1: Vectron Systems-Gruppe – Konzern- und Aktionärsstruktur



Anmerkung: Die obige Darstellung wurde uns in ursprünglicher Form vom Management bereitgestellt und angepasst, um die aktuelle Konzernstruktur darzustellen.

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung

144 Die Vectron Systems-Gruppe besteht aus der Obergesellschaft Vectron Systems AG und den beiden operativen Tochtergesellschaften acardo group AG („acardo“) und posmatic GmbH („posmatic“). Eine 80%-ige Beteiligung an der nicht konsolidierten Tochtergesellschaft Vectron America, Inc. („Vectron America“) wurde im Februar 2025 für einen symbolischen Kaufpreis von USD 1 veräußert.

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

Steuerliche Verhältnisse

146 Die Vectron Systems AG wird steuerlich beim Finanzamt Münster-Außenstadt geführt. Gemäß Steuerbescheid vom 25. September 2024 hatte die Vectron Systems AG einen körperschaftsteuerlichen Verlustvortrag in Höhe von insgesamt EUR 10,9 Mio. sowie einen gewerbsteuerlichen Verlustvortrag in Höhe von insgesamt EUR 11,8 Mio. zum 31. Dezember 2022.

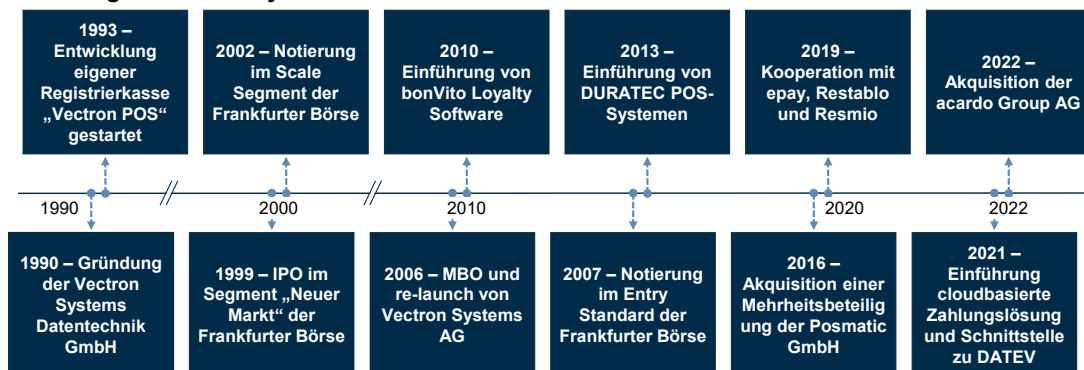
147 Zudem bestand für die Vectron Systems AG ein steuerliches Einlagekonto (§27 neu KStG) in Höhe von EUR 20,5 Mio. zum 31. Dezember 2022.

4.2.2 Wirtschaftliche Verhältnisse

4.2.2.1 Unternehmenshistorie

148 Nachfolgende Abbildung fasst die wesentlichen Meilensteine der Unternehmensgeschichte der Vectron zusammen.

Abbildung 2: Vectron Systems AG – Unternehmenshistorie



Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Darstellung.

149 Die heutige Vectron Systems AG wurde 1990 von Jens Reckendorf und Thomas Stümmeler als Vectron Systems Datentechnik GmbH gegründet. Ursprünglich konzentrierte sich das Unternehmen auf die Entwicklung von Warenwirtschafts- und Kommunikationssoftware, die es ermöglichte, Kassensysteme verschiedener Hersteller mit PCs zu vernetzen. Dieser Fokus legte den Grundstein für die spätere Entwicklung eigener Kassenslösungen.

150 Im Jahr 1993 begann das Unternehmen mit vier Mitarbeitern die Entwicklung von Vectron POS, einem eigenen Kassensystem. Das erste selbst entwickelte Kassensystem, „Vectron POS25“, wurde 1996 fertiggestellt und auf der CeBIT (Centrum für Büroautomation, Informationstechnologie und Telekommunikation), eine der weltweit größten Messen für Informationstechnik, erstmals vorgestellt. Dies war ein bedeutender Meilenstein für die Vectron Systems Datentechnik GmbH und markierte zugleich den Schritt hin zu einem Komplettanbieter für Kassensysteme. In dieser Zeit erfolgte der Import der Hardware aus den USA.

151 Im Jahr 1998 präsentierte Vectron auf der CeBIT das Modell „Vectron POS32“. Neben der Eigenentwicklung der Kassensoftware wurde bei diesem System erstmals auch die Hardware selbst produziert. Durch diese Erweiterung des Produktportfolios konnte das Unternehmen maßgeschneiderte Lösungen aus einer Hand anbieten, was zu einer deutlichen Stärkung der Marktposition führte. Diese Transformation ermöglichte es Vectron, flexibel auf die spezifischen Anforderungen verschiedener Branchen einzugehen und innovative Kassensysteme zu entwickeln.

152 Im Jahr 1999 gelang Vectron der erfolgreiche Börsengang im Segment „Neuer Markt“ der Frankfurter Wertpapierbörse. Dieser Schritt sicherte die Finanzierung für weiteres Wachstum und zukünftige Innovationen. Der Börsengang brachte dem Unternehmen nicht nur zusätzliches Kapital, sondern steigerte auch die öffentliche Wahrnehmung und Reputation. Die Anzahl der Mitarbeiter wuchs in diesem Jahr auf 44. Zudem führte Vectron zwei neue Produkte ein und gewann drei bedeutende Großkunden. Diese Kunden erteilten Aufträge über insgesamt 350 Kassensysteme für über 200 Filialen. Die Aufträge umfassten neben den Kassensystemen auch die Software zur Vernetzung der Filialdaten. Die neuen Kunden stammten überwiegend aus der Bäckereibranche in der DACH-Region sowie weiteren europäischen Nachbarländern.

153 Zwischen 2000 und 2001 entwickelte Vectron weitere neue Produkte, darunter „Vectron POS Mobile“. Neben zahlreichen neuen Großaufträgen erhielt das Unternehmen einen Innovationspreis für das mobile Kassensystem. Die Mitarbeiterzahl verdoppelte sich in diesem Zeitraum auf 89. Im Jahr 2001 erfolgte zudem der Umzug in den neuen Firmensitz in Münster-Loddenheide.

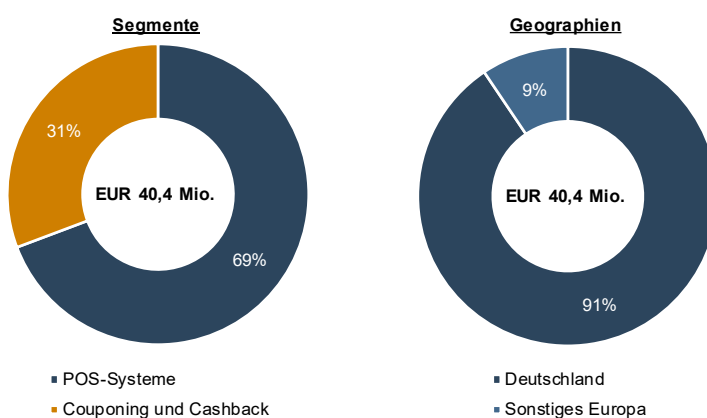
- 154 Aufgrund der Vertrauenskrise am Neuen Markt entschied sich Vectron Systems im Jahr 2002 für den Wechsel in das Segment „Geregelter Markt“ der Frankfurter Wertpapierbörse.
- 155 In den Folgejahren bis 2005 entwickelte das Unternehmen weitere Produkte und gewann zahlreiche nationale sowie internationale Großaufträge, insbesondere aus der Gastronomiebranche.
- 156 Im Jahr 2005 fusionierte Vectron mit der Hansa Chemie AG, wodurch ein Misch- und Beteiligungskonzern mit dem Namen Hansa Group AG entstand. Vectron Systems wurde als eigenständiger Geschäftsbereich in diesen Konzern integriert. Diese Fusion erwies sich jedoch als nur von kurzer Dauer: Im Jahr 2006 erfolgte ein Management-Buyout und die Neugründung der Vectron Systems AG. Der Buyout wurde von den Gründern Jens Reckendorf und Thomas Stümmler sowie dem Hamburger Investor Jochen Fischer durch den vollständigen Rückkauf der Anteile von der Hansa Group realisiert.
- 157 Im Jahr 2007 folgte die erneute Börsennotierung im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Die folgenden Jahre bis 2010 waren geprägt von der Einführung neuer Produkte, weiteren Innovationsauszeichnungen sowie dem bis dahin größten Auftrag der Unternehmensgeschichte: Die K&U Bäckerei, Teil des EDEKA-Südwest-Konzerns, entschied sich für Vectron-Kassensysteme.
- 158 Ein weiterer Meilenstein in der Firmengeschichte war die Einführung des über Jahre entwickelten Kundenbindungssystems bonVito im Jahr 2010. Das System wurde direkt in alle Vectron-Kassensysteme integriert, wodurch Kundenbindungsaktionen automatisch während des Kassiervorgangs abgewickelt werden konnten. Diese Innovation wurde mit einem Award auf der Fachmesse „Südback“ ausgezeichnet.
- 159 Bis zum Jahr 2013 stieg die Mitarbeiterzahl auf 130. Neben neu entwickelten Produkten, insbesondere der MobilePro-Linie, trug auch die Expansion des bonVito-Systems zur Geschäftsausweitung bei. Zudem führte Vectron mit „Duratec“ eine zweite Marke ein, die sich auf kostengünstige Kassensysteme für die Gastronomie konzentrierte, um eine breitere Kundenbasis anzusprechen.
- 160 In den Folgejahren baute Vectron seine Geschäftsaktivitäten weiter aus. Im Jahr 2016 erwarb das Unternehmen eine Mehrheitsbeteiligung (75 %) an der posmatic GmbH, einem Hersteller von Kassensoftware mit Spezialisierung auf Apple-Hardware wie iPads und iPhones. Die darauffolgenden Jahre waren geprägt von Kooperationen mit Marken wie Coca-Cola, der Einführung neuer Produkte sowie diversen Auszeichnungen durch Fachzeitschriften.
- 161 Das Jahr 2019 stellte einen weiteren wichtigen Meilenstein dar: Vectron übernahm die restlichen Anteile der posmatic GmbH und schloss strategische Partnerschaften mit Unternehmen wie epay, resmio und restablo, um gemeinsam neue digitale Services zu entwickeln.
- 162 In den Jahren 2020 und 2021 brachte Vectron neben neuen Hardwarelösungen auch eine Reihe digitaler Produkte auf den Markt. Diese deckten unter anderem regulatorische Anforderungen wie die Belegausgabepflicht („Bonpflicht“) ab und ermöglichten cloudbasierte Anbindungen, beispielsweise an DATEV-Systeme.
- 163 Mit Wirkung zum 1. Januar 2023 übernahm die Vectron Systems AG die acardo group AG („**acardo**“), einen der führenden Anbieter für Consumer-Activation-Tools in Deutschland. Das Unternehmen bietet Lösungen wie Coupons, Cashback-Programme und Konsumenten-Apps an, die in über 30.000 Filialen – darunter Supermärkte, Drogerien, Kinos und Apotheken – zum Einsatz kommen.
- 164 Mit der strategischen Übernahme durch Shift4 im Jahr 2024 wurde Vectron Teil eines globalen Unternehmensnetzwerks. Shift4 ist ein führender Anbieter von Zahlungs- und Softwarelösungen mit Sitz in den USA und einem Jahresumsatz von über USD 2,5 Mrd. Diese Übernahme ermöglicht es Vectron, seine Marktposition weiter auszubauen und integrierte Zahlungslösungen für seine Kunden anzubieten.
- 165 Heute zählt die Vectron Systems AG mit über 250.000 verkauften Kassensystemen zu den größten europäischen Herstellern von Kassensystemen, Kassensoftware, Apps sowie digitalen und cloudbasierten Services. Besonders in Deutschland, Österreich, der Schweiz und

den Benelux-Ländern hat sich das Unternehmen als Marktführer in den Branchen Bäckerei und Gastronomie etabliert.

4.2.2.2 Geschäftsmodell und -strategie

- 166 Die Vectron Systems-Gruppe ist ein führender europäischer Anbieter von Kassensystemen (Hardware), Kassensoftware und den damit verbundenen digitalen Dienstleistungen (zusammen: Point-of-Sale-Systeme, POS-Systeme). In Ergänzung bietet das Unternehmen Verkaufsförderungskonzepte in den Bereichen „Couponing“ und „Cashback“ an.
- 167 Die Vectron Systems-Gruppe verfügt über eine breitgestreute Kundenbasis. Die Eigenproduktion von Hardware-Systemen wurde im GJ23 eingestellt und der Produktionsprozess nach Asien ausgelagert. Die Installation und der Vor-Ort-Service für Vectron-Produkte erfolgt durch Fachhandelspartner der Vectron Systems-Gruppe.
- 168 Nachfolgende Abbildung zeigt den Aufriss der Umsatzerlöse im GJ24 nach Segment und Geografie.

Abbildung 3: Vectron Systems-Gruppe – Umsatzerlöse nach Segment und Geografie (GJ24)



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 169 Die Vectron Systems-Gruppe ist in zwei operative Segmente unterteilt.
- **POS-Systeme:** Das Segment „POS-Systeme“ richtet sich vorwiegend an die Gastronomie und Bäckereien. Das Geschäftsmodell befindet sich derzeit in einem Transformationsprozess. Einmalverkäufe von Kassensystemen werden zunehmend durch die Vermietung von Kassensystemen in einem Abonnement-Modell ersetzt; dies führt zu einer Verschiebung von Einmalereinstößen hin zu wiederkehrenden Zahlungen.
 - **Couponing und Cashback:** Das Segment „Couponing und Cashback“ bezieht sich auf die Geschäftstätigkeit der acardo und betrifft die Entwicklung von Verkaufsförderungskonzepten in Verbindung mit der Ausgabe und Abrechnung („Clearing“) von Coupons. Zu den Zielbranchen zählen der Einzelhandel, Apotheken und Kinos.
- 170 Das zukünftige Unternehmenskonzept sieht im Segment „POS-Systeme“ eine enge Kooperation mit Shift4 vor. Unter dem neuen „VECTRON Smart“-Angebot soll die Vermietung von Kassensystemen von Vectron mit den Payment-Dienstleistungen von Shift4 gebündelt werden.
- 171 Im Segment „Couponing und Cashback“ wurde die Zusammenarbeit mit dem Couponing-Dienstleister Catalina im GJ24 aufgrund des Ausscheidens von Catalina aus dem deutschen Markt beendet. Die ehemaligen Kunden von Catalina sollen in den kommenden Jahren übernommen werden.
- 172 Den Großteil der Umsatzerlöse erwirtschaftet die Vectron Systems-Gruppe in ihrem Heimatmarkt Deutschland (91% im GJ24). Die restlichen Umsätze werden in anderen europäischen Ländern erzielt.

173 Hintergrund für die starke Fokussierung auf den Heimatmarkt Deutschland sind unter anderem regulatorische Herausforderungen, beispielsweise in Bezug auf die Erfassung der Umsatzsteuer. Hinzu kommen lokale Unterschiede, welche eine spezielle Programmierung der Kassensysteme erforderlich machen und damit standardisierte Produktlösungen nur eingeschränkt zulassen.

Marken der Vectron Systems-Gruppe

174 Die folgende Abbildung fasst die fünf Marken der Vectron Systems-Gruppe sowie die dazugehörigen Produkte und ausgewählte Anwendungsbeispiele zusammen.

Abbildung 4: Vectron Systems-Gruppe – Marken

Segment	POS-Systeme			Coupons und Cashback	
Marken	VECTRON	DURATEC <small>a brand of VECTRON</small>	<i>posmatic</i>	bonVito <small>a brand of VECTRON</small>	acardo
Produkte					
Beschreibung	Stationäre und mobile Kassensysteme und die dazugehörige Kassensoftware und Cloud-Dienste	Kassensysteme und Software mit weniger Funktionalität und einem geringeren Preisniveau für POS-Einzelkunden	Softwarelösungen auf Hardwareprodukte von Apple Inc. ausgerichtet, und Gutscheinkarten	Digitale Zahlungsmittel (bsp. Geschenk- und Bezahlkarten, Online-Reservierungssysteme)	Verkaufsförderungskonzepte und Entwicklungen von Marketingkampagnen
Beispiele von Anwendungen	Kassen-Backoffice-Software (Artikelinfo, digitale Kassenbelege und weitere Datenanalysen)	Kassen-Backoffice-Software und MobileApp	Vertriebsdashboard für das Backoffice, Digitalgutscheine, stationäre iPad-Halterungen	Digitale Coupons, E-Payment-Lösungen, Kundenkarten und Online-Reservierungssysteme	Coupons, Cashback-Angebote, Konzeptentwicklungen, Kundendatenanalyse
Kunden	Gastronomie, Bäckerei & Konditorei, Metzgerei, Hotellerie, Einzelhandel	Gastronomie, Einzelhandel, Dienstleistungssektor	Gastronomie	Gastronomie, Bäckerei, Metzgerei, Handel	Konsumgüterhersteller, Lebensmittelhändler, Apotheken, Kinos, Gastronomie
Anteil der Umsätze	69% (GJ24)			31% (GJ24)	

Quelle: Unternehmensinformationen, A&M Analyse

175 Im Folgenden werden die Marken und deren Beitrag zur Geschäftstätigkeit der Vectron Systems-Gruppe beschrieben.

- **Vectron** ist die Ursprungsmarke der Gruppe und deckt die Geschäftstätigkeit mit stationären und mobilen Kassensystemen sowie die dazugehörige Kassensoftware und Hardware wie beispielsweise Kundendisplays oder Drucker ab. Die unternehmensentwickelte Software bietet dabei vielfältige Anpassungsmöglichkeiten und kann komplexe Kundenbedürfnisse und Prozesse abbilden.
- **Duratec** stellt eine Zweitmarke in der von Vectron beschriebenen Geschäftstätigkeit dar, grenzt sich jedoch durch eine geringere Komplexität und Funktionalität sowie ein geringeres Preisniveau von der Marke Vectron ab. Das Angebot von Duratec richtet sich somit vorwiegend an Unternehmen mit Standardanforderungen, bei denen eine einfache Nutzung und leichte Handhabung im Vordergrund stehen.
- **posmatic** wurde Ende 2016 durch die Akquisition einer Mehrheitsbeteiligung zugekauft. Die Marke ist spezialisiert auf die Herstellung von Softwarelösungen, die auf Hardwareprodukte von Apple und das iOS-Betriebssystem ausgerichtet ist.
- **bonVito** wurde im Jahr 2010 durch die Vectron Gruppe in den Markt eingeführt und stellt ein multifunktionales Kundenbindungssystem dar, welches direkt in Vectron Kassensysteme integriert ist. Die Integrierung ermöglicht es Kundenbindungsaktionen während des Kassivorgangs automatisiert über die Kasse abzuwickeln. Es bietet individuelle Kundenkarten, das Sammeln und Einlösen von Punkten, digitale Stempelhefte und Kupons in vielfältigen Ausfertigungsmöglichkeiten.
- **acardo** wurde Ende 2022 akquiriert und ist auf Verkaufsförderungskonzepte („Consumer Activation“) wie Coupons, Cashback-Lösungen und Konsumenten-Apps fokussiert. Die Produkte kommen in Filialen von Lebensmittelhändlern, Drogerien, Kinos

und Apotheken zum Einsatz und werden durch Aktionen von bekannten Marken wie Coca-Cola, Krombacher oder Warner Bros. für Aktionen genutzt.

4.2.3 Markt- und Wettbewerbsumfeld

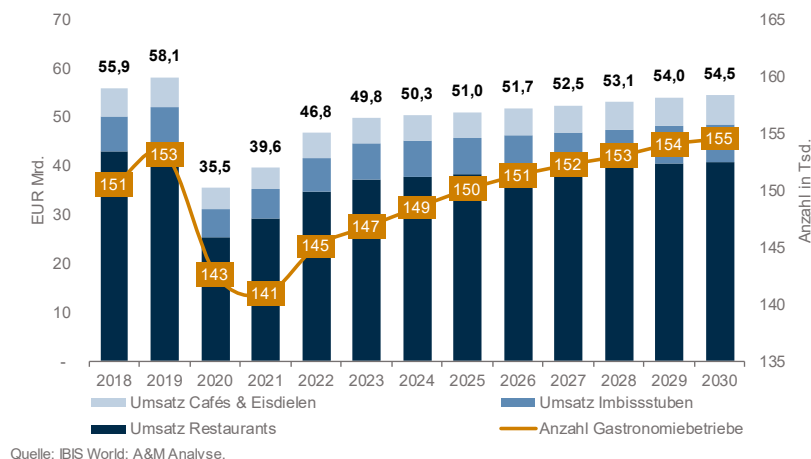
- 176 Zur Einschätzung der zukünftigen Umsatzentwicklung der Vectron Systems-Gruppe haben wir die prognostizierte Entwicklung der für die Gruppe relevanten Zielbranchen in Deutschland genauer analysiert. Dabei handelt es sich für die Vectron Systems AG vor allem um die Gastronomie (rd. 60% Umsatzanteil) und um Bäckereien (rd. 30% Umsatzanteil). Angesichts der strategischen Ausrichtung von acardo auf Couponing- und Cashback-Lösungen vor allem im Lebensmitteleinzelhandel, wurde die Marktentwicklung in diesem Segment ebenfalls untersucht.
- 177 Ausschlaggebend für die Entwicklung des Geschäftsbereichs der digitalen Kassensysteme ist die Marktentwicklung der jeweiligen Zielbranchen (Gastronomie, Bäckereien) sowie damit verbunden die Anzahl an Betrieben, die ein solches Kassensystem benötigen.
- 178 Für den Couponing- und Cashback-Geschäftsbereich ist vor allem die Marktentwicklung im Lebensmitteleinzelhandel relevant.
- 179 Daher haben wir die historische und prognostizierte Umsatzentwicklung und Anzahl an Betrieben für die jeweiligen Zielbranchen für beide Geschäftsbereiche genauer untersucht.

Marktentwicklung Zielbranchen

Gastronomie

- 180 Gemäß diverser Branchenreporte von IBIS World⁵⁰ über verschiedene Betriebsarten in der Gastronomie, ist eine steigende Entwicklung hinsichtlich des Umsatzes in der Gastronomie prognostiziert. Bei der Anzahl an Gastronomiebetrieben wird ebenfalls ein Wachstum erwartet. Dies kann der nachfolgenden Abbildung entnommen werden.

Abbildung 5: Umsatzentwicklung (in EUR Mrd.) und Anzahl (in Tsd.) von Gastronomiebetrieben in Deutschland



- 181 Obige Abbildung zeigt die Entwicklung des Umsatzes sowie der Anzahl an Gastronomiebetrieben für die Jahre 2018 bis 2030. Aus der Abbildung geht deutlich der Umsatzeinbruch bedingt durch die Coronapandemie im Jahr 2020 hervor, der u.a. aus pandemiebedingten Infektionsschutzmaßnahmen wie staatlich verordneten Lockdowns und vorübergehenden Restaurantschließungen resultierte. Hier fiel der Umsatz von EUR 58,1 Mrd. im Jahr 2019 auf EUR 35,5 Mrd. im Jahr 2020. Bis Ende 2024 hat sich der Umsatz wieder auf EUR 50,3 Mrd. normalisiert, liegt jedoch noch weiter unter dem Vorkrisenniveau der Corona Pandemie.

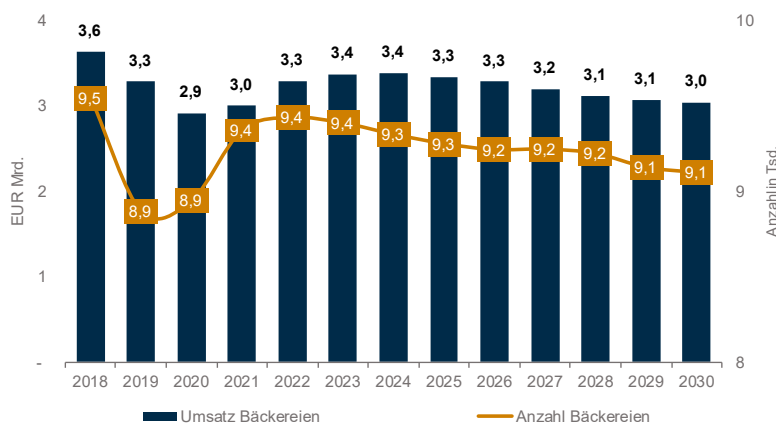
⁵⁰ IBIS World (2024): Restaurants mit herkömmlicher Bedienung; IBIS World (2024): Restaurants mit Selbstbedienung; IBIS World (2024): Cafés und Eisdielen; IBIS World (2024): Imbissstuben

- 182 Für die Jahre 2024-2030 wird ein geringes durchschnittliches Umsatzwachstum von 1,4% pro Jahr erwartet. Das ist vor allem darauf zurückzuführen, dass das Haushaltsnettoeinkommen der Konsumenten, u.a. auch aufgrund der Coronakrise, kaum gewachsen ist und sich die gestiegenen Verbraucherpreise zusätzlich negativ auf Besuche in Gastronomiebetrieben auswirken. Der für 2030 prognostizierte Umsatz liegt somit bei EUR 54,5 Mrd. – ein Betrag, der weiterhin unter dem Vorkrisenniveau der Corona Pandemie liegt.
- 183 Eine ähnliche Entwicklung ist auch bei der Anzahl an Gastronomiebetrieben zu beobachten. Die Corona Pandemie führte hier zu einem Rückgang von ca. 10 Tsd. Betrieben, was einer Reduzierung von 153 Tsd. im Jahre 2019 auf 143 Tsd. im Jahre 2020 entspricht. Bis 2024 erholte sich die Anzahl der Betriebe mit 149 Tsd. wieder.
- 184 Für das Jahr 2030 wird ein weiterer Anstieg auf 155 Tsd. Gastronomiebetriebe erwartet. Das entspricht einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum von 0,7% (2024-2030).
- 185 In der Gastronomiebranche ist zudem ein anhaltender Trend zur Digitalisierung erkennbar. Laut Statista⁵¹ gaben bei einer Umfrage im Jahr 2022 in Deutschland 45% der Befragten aus der Gastronomiebranche an, bereits ein digitales Kassensystem zu nutzen, während weitere 26% die Einführung eines solchen Systems planen. Dies unterstreicht die Digitalisierungsbereitschaft in der deutschen Gastronomie, von der die Vectron Systems AG profitieren dürfte.

Bäckereien

- 186 Gemäß einem Branchenreport von IBIS World⁵² über den Einzelhandel mit Back- und Süßwaren in Deutschland wird bis 2030 ein rückläufiges Umsatzwachstum erwartet mit einem gleichzeitigen Rückgang an Bäckereifilialen. Die Umsatzentwicklung sowie die Entwicklung der Anzahl der Betriebe im Einzelhandel mit Back- und Süßwaren für die Jahre 2018-2030 ist in der nachfolgenden Abbildung dargestellt.

Abbildung 6: Umsatzentwicklung (in EUR Mrd.) und Filialanzahl (in Tsd.) im Einzelhandel mit Back- und Süßwaren in Deutschland



Quelle: IBIS World; A&M Analyse.

- 187 In den historischen Jahren ist insbesondere ein Umsatzrückgang in den Jahren 2019 und 2020 erkennbar, der auf die Auswirkungen der Corona-Pandemie zurückzuführen ist. In diesem Zeitraum sank der Umsatz von EUR 3,6 Mrd. im Jahr 2018 auf EUR 2,9 Mrd. im Jahr 2020. Seitdem hat sich der Umsatz bis Ende 2024 wieder auf EUR 3,4 Mrd. stabilisiert.
- 188 Für den Prognosezeitraum 2024 bis 2030 wird ein durchschnittliches jährliches (negatives) Wachstum von (1,8%) erwartet. Das wachsende Gesundheitsbewusstsein der Bevölkerung hat, gemäß IBIS World-Report, dazu geführt, dass der Konsum von Brot und Kleingebäck historisch mengenmäßig sowie umsatztechnisch deutlich zurückgegangen ist. Eine zentrale Herausforderung für Backwareneinzelhändler wird darin bestehen, Ernährungstrends

⁵¹ Statista (2024): Digitalisierung in der Gastronomie

⁵² IBIS World (2024): Einzelhandel mit Back- und Süßwaren

frühzeitig zu erkennen und ihr Sortiment entsprechend anzupassen. Für 2030 wird somit ein geschätzter Umsatz von EUR 3,0 Mrd. erwartet.

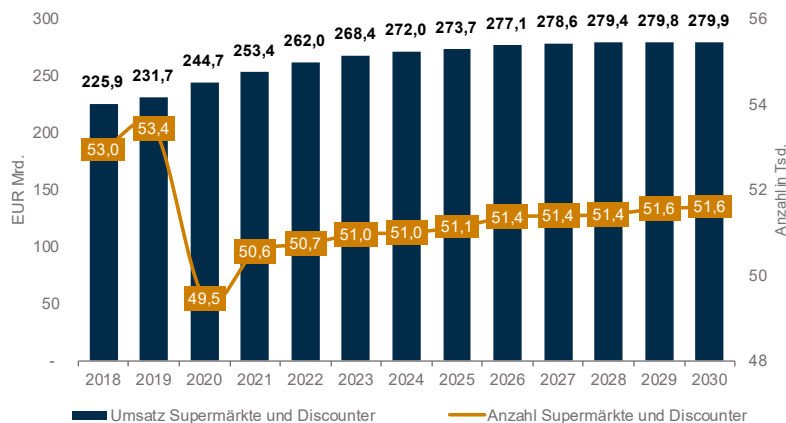
189 Die Anzahl an Filialen ist im historischen Zeitraum ebenfalls zurückgegangen, von 9,5 Tsd. im Jahr 2018 auf 8,9 Tsd. in 2019. Vor allem im Bereich des Süßwareneinzelhandels waren besonders viele Insolvenzen zu beobachten, die auf pandemiebedingte temporäre Betriebsschließungen und auf wachsende Konkurrenz durch Supermärkte und Discounter zurückzuführen sind. Bis 2023 stabilisierte sich die Anzahl der Filialen wieder mit insgesamt 9,4 Tsd.

190 Die prognostizierte Entwicklung der Filialanzahl weist ebenso wie die Umsatzprognose eine negative Tendenz auf. Die erwartete durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 2024-2030 beträgt (0,4%). Das führt zu einer geschätzten Filialanzahl von 9,1 Tsd. im Jahr 2030.

Lebensmitteleinzelhandel

191 Die Entwicklungen im Lebensmitteleinzelhandel sind insbesondere für acardo mit ihrem Schwerpunkt auf Couponing- und Cashback-Lösungen von Bedeutung. Laut einem IBIS World Report⁵³ über Supermärkte und Discounter wird bis 2030 ein moderates Umsatzwachstum prognostiziert, während die Anzahl der Supermärkte und Discounter weitgehend stabil bleibt. Diese Entwicklung ist in der nachfolgenden Abbildung dargestellt.

Abbildung 7: Umsatzentwicklung (in EUR Mrd.) und Filialanzahl (in Tsd.) von Supermärkten und Discountern in Deutschland



Quelle: IBIS World; A&M Analyse.

192 Wie in der obigen Abbildung ersichtlich, wuchs der Umsatz von Supermärkten und Discountern im Zeitraum 2018 bis 2024 von EUR 225,9 Mrd. im Jahr 2018 auf EUR 272,0 Mrd. im Jahr 2024. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,1%. Das ist u.a. auf die Coronavirus-Pandemie zurückzuführen, von der Supermärkte und Discounter profitiert haben. Die Schließung gastronomischer Betriebe, der vermehrte Wechsel ins Homeoffice sowie eingeschränkte Freizeitmöglichkeiten haben dazu geführt, dass Verbraucher mehr zu Hause kochten und die dafür benötigten Lebensmittel entsprechend in Supermärkten und Discountern einkauften.

193 Für den Zeitraum 2024 bis 2030 wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum von lediglich 0,5% prognostiziert. Gründe hierfür sind das Wegfallen der positiven Effekte der Corona-Pandemie und ein stark gesättigter Markt für Supermärkte und Discounter, der sich durch eine hohe Filialdichte auszeichnet. Gleichzeitig fehlt es an innovativen Konzepten, die das Potenzial hätten, die Branche grundlegend zu verändern und neues Wachstum zu generieren. Im Jahr 2030 wird ein Umsatz von EUR 279,9 Mrd. erwartet.

194 Die Anzahl der Supermärkte und Discounter ist im historischen Verlauf rückläufig gewesen. Während sie im Jahr 2018 noch bei 53,0 Tsd. Filialen lag, sank sie bis 2023 auf 51,0 Tsd. Filialen. Bis 2030 wird ein sehr geringes Wachstum prognostiziert. Mit einer durchschnittlichen

⁵³ IBIS World (2024): Supermärkte und Discounter

jährlichen Wachstumsrate von 0,2% von 2024-2030 wird die Anzahl der Supermärkte und Discounter im Jahr 2030 voraussichtlich bei 51,6 Tsd. liegen.

Wettbewerber

- 195 Zu den wichtigsten Wettbewerbern der Vectron Systems-Gruppe zählen nach Angaben des Managements Gastrofix/Lightspeed und Eijsink/Metro („POS-Systeme“) und Savi (Segment „Couponing und Cashback“). Aufgrund der fehlenden Börsennotierung konnten nicht alle Wettbewerber in der Peer Group (siehe Abschnitt 4.2.4) berücksichtigt werden.

4.2.4 Vergleichbare Unternehmen

- 196 Die Identifikation von Vergleichsunternehmen (sog. „Peer Group“) ist essenzieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung.
- 197 So hat die Bewertungsgutachterin eine Peer Group etwa zur Kapitalkostenbestimmung für Zwecke der Risikoeinschätzung der zu erwartenden Zahlungsströme der Bewertungsobjekte bestimmt, wie auch zur Analyse und Plausibilisierung der Ertragskraft über marktorientierte Bewertungsverfahren.
- 198 Entsprechend werden im Folgenden Feststellungen zur Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group aufgeführt.
- 199 Bei der Definition der Peer Group kommen grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche, mit einer ähnlichen Produkt- und Marktstruktur in Frage. Eine absolute Deckungsgleichheit der Vergleichsunternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Allerdings sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der Vergleichsunternehmen und des Bewertungsobjekts aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren.
- 200 Im Hinblick auf die Ableitung von Kapitalkosten (und der damit verbundenen Ermittlung der Bewertungsparameter wie den Betafaktoren) und die marktorientierte Bewertung (wie die Multiplikator-Methode) ist die Verfügbarkeit von Kapitalmarktdaten unabdingbar. Aus diesem Grund werden in der Bewertungspraxis vorrangig börsennotierte Unternehmen als Vergleichsunternehmen herangezogen, da diese im Vergleich zu nicht-börsennotierten Gesellschaften weitreichende relevante Daten und Informationen veröffentlichen.
- 201 Werden die Kriterien sehr eng gesetzt, so ergeben sich meistens sehr kleine Gruppen von oft recht gut vergleichbaren Unternehmen, während bei breit ausgelegten Kriterien der Umfang der Peer Group auf Kosten der Vergleichbarkeit erhöht wird.
- 202 Zur eigenen Feststellung börsennotierter Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum sind wir nach folgenden qualitativen und quantitativen Kriterien vorgegangen.
- 203 Ausgehend von am Kapitalmarkt notierten Unternehmen haben wir im ersten Schritt solche mit dem qualitativen Kriterium der operativen Vergleichbarkeit identifiziert. So haben wir die Liste potentieller Vergleichsunternehmen auf solche beschränkt, die in derselben Branche wie das Bewertungsobjekt operieren. Dafür haben wir auf der Plattform des Finanzmarktdaten-Anbieters S&P Global Market Intelligence nur solche Unternehmen berücksichtigt, bei denen in ihrer Geschäftsbeschreibung mindestens eines der folgenden Worte vorkommt: *POS Systems, Point-of-sale, Point of Sale, POS, Coupon, Voucher, Cashback oder Cash-back*. Die resultierende Anzahl an börsennotierten Unternehmen nach diesem Filterschritt beträgt 951.
- 204 Zur Erfüllung der quantitativen Kriterien haben wir nur Unternehmen berücksichtigt, die zum Bewertungsstichtag über eine Marktkapitalisierung von mindestens EUR 50,0 Mio. verfügen. Die 50,0 Mio.- Grenze wurde gewählt, da die Aussagekraft von Aktienkursen auch durch die Höhe der zugrundeliegenden Marktkapitalisierung beeinflusst wird. Je geringer die Marktkapitalisierung ist, desto weniger wird das entsprechende Unternehmen in der Regel am Kapitalmarkt gehandelt und desto weniger werden die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Fundamentalentwicklungen im Aktienkurs widerspiegelt.⁵⁴ Das gleiche Prinzip gilt ebenfalls für einen zu geringen Streubesitz. Befindet sich nur ein kleiner Anteil der insgesamt

⁵⁴ In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass die Unternehmensgröße i.S. der Marktkapitalisierung keinen Einfluss auf die Höhe des Betafaktors haben sollte.

- ausstehenden Aktien eines Unternehmens im Streubesitz, so wird die wirtschaftliche Entwicklung im Allgemeinen nur unzureichend im Aktienkurs reflektiert. Daher wurden nur solche Unternehmen berücksichtigt, die einen Streubesitzanteil von mehr als 20% aufweisen. Nachdem wir diese Unternehmensmindestgröße definiert haben, beschränkt sich die Liste potentieller Vergleichsunternehmen auf 485.
- 205 Zur Erfüllung des qualitativen Kriteriums der geographischen Vergleichbarkeit haben wir sämtliche Länder der *Advanced Economies* gemäß der Definition des Internationalen Währungsfonds (IWF) einbezogen. Die resultierende Anzahl an börsennotierten Unternehmen nach diesem Filterschritt beträgt 329.
- 206 Da der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit des Bewertungsobjekt aus der Entwicklung, dem Vertrieb und der entgeltlichen Überlassung von stationären und mobilen Kassensystem sowie aus der Entwicklung von Softwarelösungen und Consumer-Activation-Tools (Coupons, Cashback-Lösungen, etc.) besteht, haben wir in einem nächsten Schritt nur Unternehmen mit einem vergleichbaren Geschäftsmodell berücksichtigt. Hierdurch reduzierte sich die Liste potenzieller Vergleichsunternehmen auf 23.
- 207 Weiterhin wurden die verbleibenden Unternehmen dahingehend geprüft, ob der Umsatzanteil der vorgenannten Geschäftstätigkeit mehr als 50% beträgt. Unternehmen, deren vergleichbares Geschäftsmodell einen Umsatzanteil von weniger als 50 % generiert, wurden in diesem Zusammenhang ausgeschlossen. Hierdurch reduzierte sich die Liste potentieller Vergleichsunternehmen auf neun.
- 208 Zusammenfassend erachten wir auf Basis unserer vorstehenden Analysen die nachfolgend genannten neun Peer-Unternehmen als vergleichbar zur Vectron Systems-Gruppe:
- Edenred SE;
 - Global Payments Inc.;
 - Groupon Inc.;
 - HighCo. SA;
 - Lightspeed Commerce, Inc.;
 - Nayax Ltd.;
 - Shift4 Payments, Inc.;
 - Smaregi, Inc.; und
 - Toast, Inc.
- 209 Die Unternehmensprofile der Peer-Unternehmen sind in Anhang A&M-001: „Unternehmensprofile der Vergleichsunternehmen“ aufgeführt.
- 210 Im Rahmen der der Bewertung zugrundeliegenden Kapitalkostenableitung haben wir die neun Vergleichsunternehmen weiterhin auf eine ausreichende Liquidität der Aktien überprüft:
- Als Maßstab für die Liquidität wird in der Praxis häufig die Spanne zwischen dem Geldkurs (Kaufpreis) und dem Briefkurs (Verkaufspreis) zugrunde gelegt. Im Rahmen der der Bewertung zugrundeliegenden Kapitalkostenableitung haben wir nur solche Vergleichsunternehmen berücksichtigt, deren Geld-/Briefspanne in einem 2-Jahreszeitraum vor dem Bewertungsstichtag durchschnittlich weniger als 1,00% betrug.
 - Als weiteres Liquiditätskriterium haben wir festgelegt, dass innerhalb der letzten 2 Jahre die Aktien der Vergleichsunternehmen an 90% der Handelstage gehandelt werden sollten.
 - Darüber hinaus müssen die Vergleichsunternehmen eine hinreichende Analysten Coverage in Form verfügbarer Konsensprognosen für das EBITDA/EBIT der laufenden Geschäftsjahre aufweisen.
- 211 Aufgrund der eingeschränkten Aktienliquidität der HighCo. SA sowie nicht aussagekräftigen Multiplikatorwerten haben wir das Unternehmen zur Bestimmung des unverschuldeten Betafaktors sowie für die Ableitung von Börsenmultiplikatoren zu Plausibilisierungszwecken

von der Vergleichsgruppe exkludiert. Für Zwecke des Peer-Vergleichs (Umsatzwachstum und EBITDA-Marge) haben wir jedoch die vollständige Vergleichsgruppe von neun Unternehmen herangezogen.

Prüfung der Peer Group der Bewertungsgutachterin

- 212 Wir haben die Auswahl der Vergleichsunternehmen durch die Bewertungsgutachterin detailliert nachvollzogen. Unsere eigenen Recherche- und Analyseschritte hinsichtlich vergleichbarer Unternehmen in den Bereichen Kassensysteme und POS-Lösungen sowie im Couponing- und Cashback-Geschäft ergaben eine übereinstimmende Peer Group. Daher erachten wir die von der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegte Vergleichsgruppe für sachgerecht.

4.3 Vergangenheitsanalyse

- 213 Die Analyse der historischen Vermögens- und Ertragslage stellt einen wesentlichen Bestandteil der Plausibilitätsbeurteilung der Planung dar. Die Vergangenheitsanalyse bezieht sich auf die GJ22-24 („Vergangenheitszeitraum“).
- 214 Die nach HGB aufgestellten pro-forma-Konzernabschlüsse der Vectron Systems-Gruppe bilden die Grundlage unserer Analysen für diesen Zeitraum. Bei der Erstellung der pro-forma-Konzernabschlüsse ist die Bewertungsgutachterin wie folgt vorgegangen:
- **GJ22:** Die Vermögens- und Ertragslage der Vectron Systems-Gruppe für GJ22 wurde auf pro-forma-Basis um die zum damaligen Zeitpunkt noch nicht einbezogene acardo ergänzt und somit ein pro-forma-Konzernabschluss auf Basis der jeweiligen HGB-Einzelabschlüsse erstellt;
 - **GJ23:** Für GJ23 hat die Bewertungsgutachterin einen pro-forma-Konzernabschluss aus den HGB-Einzelabschlüssen der Konzerngesellschaften der Vectron Systems-Gruppe erstellt (siehe Abschnitt 4.4);
 - **GJ24:** Für GJ24 hat die Bewertungsgutachterin ebenfalls einen pro-forma-Konzernabschluss aus den vorläufigen HGB-Einzelabschlüssen der Konzerngesellschaften der Vectron Systems-Gruppe erstellt; aufgrund der Einbeziehung in den übergeordneten Konzernabschluss der Shift4 lag ein IFRS-Konzernabschluss nicht vor.
- 215 Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin bei der Erstellung der pro-forma-Konzernabschlüsse nachvollzogen.

4.3.1 Vermögenslage

- 216 Nachfolgende Tabelle zeigt die pro-forma-Bilanz („Ist PF“) der Vectron Systems-Gruppe im Zeitraum Dez22-24. Die Kennziffern-Spalte („% Total“) weist den durchschnittlichen Anteil an der Bilanzsumme zum Dez24 aus.

Tabelle 1: Vectron Systems-Gruppe – Pro-forma-Bilanz

EUR Mio.	Ist PF Dez22	Ist PF Dez23	Ist PF Dez24	% Total Dez24
Unterschiedsbetrag aus Kapitalkonsolidierung	-	9,2	9,6	22,8%
Immaterielle Vermögenswerte	1,0	1,4	1,5	3,6%
Sachanlagen	1,1	1,0	1,1	2,6%
Anlagevermögen	2,1	11,6	12,2	29,0%
Vorräte	3,8	3,3	3,1	7,3%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18,6	5,3	6,3	15,1%
Flüssige Mittel	13,5	8,6	15,2	36,3%
Sonstige Vermögenswerte	3,0	3,7	2,6	6,1%
Umlaufvermögen	39,0	20,9	27,2	64,7%
Aktive latente Steuern	2,7	3,4	2,7	6,3%
Aktiva	43,7	35,9	42,1	100,0%
Eigenkapital	22,0	22,1	27,2	64,6%
Kaufpreisverbindlichkeiten	-	2,2	2,7	6,4%
Finanzielle Verbindlichkeiten	-	2,2	2,7	6,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	16,1	2,5	4,1	9,8%
Sonstige operative Verbindlichkeiten	5,6	9,1	8,1	19,2%
Operative Verbindlichkeiten	21,7	11,6	12,2	29,0%
Passiv latente Steuern	-	-	-	- %
Passiva	43,7	35,9	42,1	100,0%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Insgesamt ist die pro-forma-Bilanzsumme zunächst von EUR 43,7 Mio. zum Ende des GJ22 auf EUR 35,9 Mio. zum Ende des GJ23 zurückgegangen und wieder auf EUR 42,1 Mio. zum Ende des GJ24 angestiegen. Der Bilanzverlauf war im Vergangenheitszeitraum maßgeblich durch folgende Entwicklungen geprägt:

- Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (aLuL) und Verbindlichkeiten aLuL im GJ23 infolge der Buchungsumstellung für Couponing-Auszahlungen bei der acardo (negativer Effekt);

- Verbuchung des Unterschiedsbetrags aus der Kapitalkonsolidierung für die acardo im GJ23 (positiver Effekt); sowie
- Kapitalerhöhung im Rahmen der Übernahme durch Shift4 im GJ24 (positiver Effekt).

217 Im Folgenden gehen wir auf die Entwicklung der wesentlichen Bilanzposten ein.

Aktiva

218 Die Aktivseite ist wesentlich durch den Bestand der flüssigen Mittel geprägt (36,3% der Bilanzsumme Dez24). Zum Ende des GJ24 betragen die flüssigen Mittel EUR 15,2 Mio. Der Anstieg gegenüber dem Vorjahr resultiert i.W. aus der Kapitalerhöhung in Verbindung mit der Übernahme durch Shift4. Bei den flüssigen Mitteln handelt es sich um überschüssige Mittel, die in der Vergangenheit nicht ausgeschüttet wurden. Die Bewertungsgutachterin hat die flüssigen Mittel im Rahmen der Unternehmensbewertung werterhöhend berücksichtigt (siehe Abschnitt 4.5.4).

219 Die Forderungen aLuL (15,3%) sind – ebenso wie die Verbindlichkeiten aLuL – deutlich zum Dez23 zurückgegangen. Hintergrund war die Umstellung der Coupon-Auszahlungen („Clearing“) bei acardo von eigenen Konten auf Treuhandkonten im GJ23.

220 Die Vorräte (7,3%) beziehen sich i.W. auf Ersatzteile für Vectron-Kassensysteme und fertige Kassensysteme. Aufgrund der Einstellung der Eigenfertigung ist der Posten im Vergangenheitszeitraum leicht zurückgegangen.

221 Einen weiteren wesentlichen Bilanzposten in den GJ23-24 stellt der Unterschiedsbetrag aus Kapitalkonsolidierung (22,8%) aus der Übernahme der acardo dar.

222 Darüber hinaus bestehen die Aktiva aus immateriellen Vermögenswerten (i.W. entgeltliche Softwarelizenzen und selbstentwickelte Software), Sachanlagen (i.W. unter dem Abonnement-Modell vermietete Kassensysteme, Büroausstattung und EDV-Hardware), sonstigen Vermögenswerten (i.W. Treuhandguthaben der acardo) und aktiven latenten Steuern.

Passiva

223 Die Passivseite besteht größtenteils aus dem bilanziellen Eigenkapital i.H.v EUR 27,2 Mio. zum Dez24 (64,6% der Bilanzsumme). Das Eigenkapital zum Ende des GJ24 spiegelt den Jahresfehlbetrag aus dem GJ24 und die Kapitalerhöhung in Verbindung mit der Übernahme durch Shift4 wider.

224 Die finanziellen Verbindlichkeiten (6,4%) beziehen sich ausschließlich auf Kaufpreisverbindlichkeiten (Earn-out) in Verbindung mit der Akquisition der acardo. Die in der Bilanz erfassten Kaufpreisverbindlichkeiten bilden jedoch nur einen Teil der erwarteten Auszahlung ab. Der Earn-out setzt sich hierbei aus zwei Komponenten zusammen, die sich auf die Ergebnisse der acardo der GJ23 bis GJ25 beziehen. Die Auszahlung des Earn-out soll im GJ26 erfolgen. Im Rahmen der Bewertung hat die Bewertungsgutachterin den zum Dez24 passivierten Bilanzposten auf Grundlage des erwarteten Auszahlungsbetrags (anhand der vorliegenden Unternehmensplanung, siehe Abschnitt 4.4) angepasst.

225 Die operativen Verbindlichkeiten (29,0%) bestehen aus den Verbindlichkeiten aLuL (Rückgang im GJ23 aufgrund der Umstellung des Clearing-Prozesses bei acardo, siehe oben) und sonstigen operativen Verbindlichkeiten (i.W. Steuerrückstellungen und sonstige Rückstellungen).

226 Passive latente Steuern wurden im Zeitraum Dez22-24 nicht verbucht.

4.3.2 Ertragslage

227 Die Analyse der vom Bewertungsobjekt in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse bildet die Grundlage für die Schätzung zukünftiger leistungs- und finanzwirtschaftlicher Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich der geplanten zukünftigen Ergebnisse und finanziellen Überschüsse.⁵⁵

228 Dabei ist die historische Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) um nicht nachhaltige Ergebniseffekte (auch: „Sondereffekte“) zu bereinigen. Im Folgenden wird bereits die

⁵⁵ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72.

bereinigte pro-forma-GuV der Vectron Systems-Gruppe gezeigt. Eine Übersicht zu den vorgenommenen Bereinigungen der historischen Ertragslage findet sich in Abschnitt 4.3.3.⁵⁶

229 Die Tabellen in diesem Abschnitt beziehen sich auf Ist-Jahre GJ22-24. Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Vergangenheitszeitraum (Spalte „Ist PF Ø 22-24“) sind wie folgt definiert:

- Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) für den Vergangenheitszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ22-24.
- Die durchschnittlichen Margen für den Vergangenheitszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ22-24.

230 Nachfolgende Tabelle zeigt die bereinigte pro-forma-GuV der Vectron Systems-Gruppe für den Vergangenheitszeitraum GJ22-24.

Tabelle 2: Vectron Systems-Gruppe – Pro-forma-GuV (bereinigt)

EUR Mio.	Ist PF GJ22	Ist PF GJ23	Ist PF GJ24	Ist PF Ø 22-24
Umsatzerlöse	36,4	37,1	40,4	
Wachstum in %	N/A	1,8%	8,9%	5,3%
Aktivierte Eigenleistung	0,0	0,5	0,6	
Gesamtleistung	36,5	37,6	41,0	
Materialaufwand	(14,9)	(14,6)	(14,9)	
Rohertrag	21,6	23,0	26,0	
in % der Gesamtleistung	59,2%	61,1%	63,5%	61,3%
Personalaufwand	(15,4)	(14,1)	(15,4)	
Sonstige Aufwendungen/Erträge	(8,3)	(8,5)	(9,9)	
EBITDA	(2,2)	0,4	0,7	
in % der Umsatzerlöse	(5,9%)	1,1%	1,8%	(1,0%)
Abschreibungen	(0,8)	(1,0)	(1,3)	
EBIT	(3,0)	(0,6)	(0,6)	
in % der Umsatzerlöse	(8,2%)	(1,6%)	(1,4%)	(3,7%)
Finanzergebnis	(0,1)	0,0	0,1	
Bereinigungen/Umkehrungen	(2,0)	0,8	(1,5)	
EBT	(5,1)	0,3	(1,9)	
Ertragsteuern	0,1	0,2	(1,5)	
Konzernjahresergebnis	(5,0)	0,5	(3,4)	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

231 Die Entwicklung der bereinigten Ertragslage im Vergangenheitszeitraum lässt sich wie folgt beschreiben:

- Die Umsatzerlöse sind im Vergangenheitszeitraum um durchschnittlich 5,3% p.a. gestiegen, hauptsächlich getrieben durch den „Couponing und Cashback“-Bereich, der von der wieder anziehenden Nachfrage nach der Corona-Pandemie, einer erhöhten Marktdurchdringung und einer vertraglich bedingten Sonderzahlung des Geschäftspartners Catalina profitieren konnte.
- Die EBITDA-Marge (gemessen an den Umsatzerlösen) verbesserte sich von -5,9% (GJ22) auf 1,8% (GJ24). Die Margenverbesserung ist auf einen höheren Anteil des margenstärkeren „Couponing and Cashback“-Segments im Umsatzmix und den Anstieg der digitalen Dienstleistungen innerhalb des „POS-Systeme“-Segments zurückzuführen. Darüber hinaus hatte die „Fit For Future“-Restrukturierungsmaßnahmen einen positiven Margeneffekt; erhöhte Beratungskosten hatten einen gegenläufigen Effekt.
- Das Konzernperiodenergebnis war im Vergangenheitszeitraum infolge der geringen Ertragskraft im Segment „POS-Systeme“ überwiegend negativ.

⁵⁶ Die durchgeführten Bereinigungen werden dem EBT als „Bereinigungen/Umkehrungen“ hinzugerechnet, sodass das EBT, Steuern und das Konzernjahresergebnis auf pro-forma-Basis vor Bereinigungen dargestellt werden.

Umsatzerlöse

- 232 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse auf Ebene der beiden Geschäftsbereiche im Vergangenheitszeitraum; die Kennziffernspalte weist den CAGR der Ist-Jahre GJ22-24 aus.

Tabelle 3: Vectron Systems-Gruppe – Umsatzerlöse

EUR Mio.	Ist PF GJ22	Ist PF GJ23	Ist PF GJ24	Ist PF Ø 22-24
POS-Systeme	27,0	28,0	28,0	1,7%
Couponing und Cashback	9,4	9,1	12,4	14,9%
Vectron Systems-Gruppe	36,4	37,1	40,4	5,3%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 233 Die Umsatzerlöse sind von EUR 36,4 Mio. im GJ22 auf EUR 40,4 Mio. im GJ24 gestiegen (CAGR von 5,3%). Das Umsatzwachstum ist größtenteils auf den Geschäftsbereich „Couponing und Cashback“ zurückzuführen.
- 234 Der „POS-Systeme“-Bereich konnte im Vergangenheitszeitraum nur geringes Wachstum verzeichnen (CAGR von 1,7%). Die stark rückläufigen Einmalumsätze (CAGR von -11,7%) wurden dabei durch die steigenden wiederkehrenden Umsätze (CAGR von 19,8%) leicht überkompensiert. Insgesamt ist der Anteil der wiederkehrenden Umsätze (innerhalb des „POS-Systeme“-Segments) von rd. 39% im GJ22 auf rd. 54% im GJ24 angestiegen. Der Anstieg der wiederkehrenden Umsätze hängt mit der Umstellung des klassischen Verkaufs von Kassensystemen auf Abonnement-Modelle mit zusätzlichen Dienstleistungsverträgen (z.B. digitale Reporting- und Ordering-Lösungen) zusammen.
- 235 Nach einem geringfügigen Rückgang im GJ23 sind die Umsatzerlöse im Geschäftsfeld „Couponing und Cashback“ im GJ24 deutlich angestiegen (CAGR von 14,9%). Zu den wesentlichen Wachstumstreibern zählten i) die wirtschaftliche Erholung in der Gastronomie und im Einzelhandel (siehe Abschnitt 4.2.3), ii) der Ausbau des Couponing-Netzwerks im Einzelhandel (insbesondere EDEKA) und bei den Apotheken infolge erfolgreicher Vertriebsaktionen und iii) gestiegene Kinoumsätze in Verbindung mit dem Kulturpass der Bundesregierung. Darüber hinaus beinhalten die „Couponing und Cashback“-Umsätze im GJ24 eine Sonderzahlung des Geschäftspartners Catalina i.H.v. EUR 1,9 Mio. aufgrund der Beendigung der Partnerschaft infolge des Ausscheidens aus dem deutschen Markt.
- 236 Die aktivierten Eigenleistungen betreffen die aktivierten Entwicklungskosten der Vectron-Kassensoftware. Die Gesamtleistung ist insgesamt von EUR 36,5 Mio. im GJ22 auf EUR 41,0 Mio. im GJ24 angestiegen.

EBITDA

- 237 Das EBITDA ergibt sich aus der Gesamtleistung abzüglich Materialaufwand, Personalaufwand und sonstigen Aufwendungen/Erträgen.
- 238 Insgesamt hat sich das EBITDA von EUR -2,2 Mio. im GJ22 auf EUR +0,7 Mio. im GJ24 erhöht. Die EBITDA-Marge ist von -5,9% (GJ22) auf +1,8% (GJ24) angestiegen. Dabei haben sich Veränderungen im Umsatzmix und die Umsetzung von Restrukturierungsmaßnahmen margenerhöhend ausgewirkt; höhere Beratungsaufwendungen hatten einen gegenläufigen Effekt.

Materialaufwand

- 239 Der Materialaufwand besteht im „POS-Systeme“-Bereich i.W. aus Aufwendungen für Hardware (und bis GJ23 Bauteile), Zahlungsdienstleister (Serviceentgelte und Transaktionsgebühren) und Fachhändler (Einrichtungsgebühren und Provisionsaufwendungen⁵⁷); und im „Couponing und Cashback“-Bereich aus Kosten für externe Dienstleister (Marketing, Programmierung und Implementierung), Druck- und Versandkosten und Nutzungsgebühren für externe Apps. Der Materialaufwand entfällt

⁵⁷ Die Provisionsaufwendungen für Fachhändler wurden aus den sonstigen betrieblichen Aufwendungen (sonstige Aufwendungen/Erträge) in den Materialaufwand umgliedert, da diese i.W. umsatzgetrieben sind.

überwiegend auf das „POS-Systeme“-Segment, da der Verkauf von Kassensystemen einen höheren Bezug von Materialien und Fremdleistungen erfordert.

- 240 Der Materialaufwand blieb im Vergangenheitszeitraum trotz steigender Umsatzerlöse nahezu unverändert (EUR 14,9 Mio. im GJ24). Die Rohertragsmarge (gemessen an der Gesamtleistung) verbesserte sich dementsprechend von 59,2% im GJ22 auf 63,5% im GJ24. Die Margenverbesserung ist i.W. auf den profitableren Umsatzmix zurückzuführen (höherer Anteil der margenstärkeren digitalen Dienstleistung innerhalb des „POS-Systeme“-Segments und Verschiebung des Umsatzmix zugunsten des „Couponing und Cashback“-Segments mit geringeren Materialaufwandsquoten).

Personalaufwand

- 241 Der Personalaufwand beinhaltet i.W. die Personal- und Nebenkosten für die Beschäftigten der Vectron Systems-Gruppe. Die Personalkosten blieben im Vergangenheitszeitraum trotz des höheren Geschäftsvolumens nahezu konstant (EUR 15,4 Mio. im GJ24).
- 242 Die flache Kostenentwicklung im Personalbereich ist zum einen auf die Umsetzung des Restrukturierungsprogramms „Fit For Future“ zurückzuführen, zum anderen auf temporär unbesetzte CFO- und Vertriebsleiterposten im „Couponing und Cashback“-Segment, die sich in höheren Beratungsaufwendungen (sonstigen Aufwendungen/Erträge) niedergeschlagen haben.

Sonstige Aufwendungen/Erträge

- 243 Die sonstigen Aufwendungen/Erträge beinhalten u.a. Verwaltungs-, Marketing-, Miet-, Fahrzeug-, Instandhaltungs- und Personalbeschaffungskosten. Darüber hinaus sind externe Beratungskosten enthalten. Die verrechneten sonstigen betrieblichen Erträge beziehen sich i.W. auf Sachbezüge aus Kfz-Überlassung.
- 244 Die sonstigen Aufwendungen/Erträge sind im Vergangenheitszeitraum von EUR 8,3 Mio. im GJ22 auf EUR 9,9 Mio. im GJ24 angestiegen. Hauptursächlich für den Anstieg waren die erhöhten Beraterhonorare für die temporär unbesetzten Führungsposten (siehe oben).

Konzernjahresergebnis

- 245 Das Konzernjahresergebnis resultiert aus dem EBITDA abzüglich Abschreibungen, dem Finanzergebnis, Bereinigungen/Umkehrungen und Ertragsteuern.
- 246 Die Abschreibungen beziehen sich auf Betriebs- und Geschäftsausstattung, Softwarelizenzen und die unter dem Abonnement-Modell vermieteten Kassensysteme und Peripheriegeräte im eigenen Eigentum. Der Anstieg der Abschreibungen im Vergangenheitszeitraum steht i.W. in Verbindung mit der zunehmenden Umstellung auf das Abonnement-Modell (wiederkehrende Umsätze).
- 247 Das Finanzergebnis resultiert aus der Verzinsung der flüssigen Mittel (Zinserträge) und der Kaufpreisverbindlichkeiten aus dem Erwerb der acardo (Zinsaufwendungen). Das Finanzergebnis war im Vergangenheitszeitraum von untergeordneter Bedeutung.
- 248 Die Bereinigungen/Umkehrungen beziehen sich auf die dem Vorsteuerergebnis wieder zugerechneten Normalisierungen und Sondereffekte (siehe Abschnitt 4.3.3). Die ausgewiesenen Ertragsteuern waren in den GJ22-23 aufgrund der Aktivierung von latenten Steuern positiv.
- 249 Insgesamt lag das Konzernjahresergebnis im Vergangenheitszeitraum bei EUR -5,0 Mio. (GJ22), EUR +0,5 Mio. (GJ23) und EUR -3,4 Mio. (GJ24). Neben den zuvor beschriebenen Umsatz- und Margeneffekten hatten die in den Bereinigungen/Umkehrungen erfassten Sondereffekte (siehe Abschnitt 4.3.3) und die Aktivierung von latenten Steuern maßgeblichen Ergebniseinfluss.

4.3.3 Bereinigungen der Ertragslage

- 250 Um anhand der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse der Vectron Systems-Gruppe eine Schätzgrundlage für die zukünftige Entwicklung zu erhalten und um die Planungsrechnung plausibilisieren zu können, ist die historische Ertragslage um nicht nachhaltige Ergebniseinflüsse zu bereinigen.

- 251 Gemäß IDW S 1 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA und EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen.⁵⁸ Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.
- 252 Die Bereinigungen dienen nur der Beurteilung der Planzahlen und haben keinen Ergebniseffekt im Rahmen der Ertragswertmethode.

Bereinigtes EBITDA

- 253 Nachfolgende Tabelle fasst die von uns vorgenommenen Bereinigungen des EBITDA für den Vergangenheitszeitraum zusammen:

Tabelle 4: Vectron Systems-Gruppe – Bereinigungen EBITDA

EUR Mio.	Ist PF GJ22	Ist PF GJ23	Ist PF GJ24	Ist PF Ø 22-24
EBITDA, unbereinigt	(4,1)	1,2	(0,6)	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>(10,8%)</i>	<i>3,2%</i>	<i>(1,4%)</i>	<i>(3,0%)</i>
Normalisierungen	0,1	(1,7)	0,3	
Weiterberechnungen an Kunden und Cashback	(0,0)	(0,1)	0,0	
Bewertungseffekte Forderungen	0,2	(0,1)	0,6	
Auflösung Rückstellung/Ausbuchung Verbindlichkeiten	(0,1)	(0,5)	(0,5)	
Periodenfremdes Ergebnis	-	(1,1)	0,3	
Fremdwährungseffekte	(0,1)	0,0	0,0	
Sondereffekte	1,9	0,8	1,0	
Beratungsaufwand Corporate Finance	0,3	0,5	0,8	
Kosten der Börsennotierung	0,1	0,1	0,2	
Aufwendungen Fit For Future	1,5	0,0	-	
Implementierungsaufwand Treuhandverfahren bei acardo	-	0,1	-	
EBITDA Bereinigungen	2,0	(0,8)	1,3	
<i>Bereinigungen/Umkehrungen</i>	<i>(2,0)</i>	<i>0,8</i>	<i>(1,3)</i>	
EBITDA, bereinigt	(2,2)	0,4	0,7	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>(5,9%)</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,8%</i>	<i>(1,0%)</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 254 Die EBITDA-Bereinigungen ergeben sich aus den folgenden Sachverhalten:
- **Normalisierungen:** Die Weiterberechnungen an Kunden und Cashback, Bewertungseffekte (Wertberichtigung und Auflösung von Wertberichtigungen auf Forderungen), die Auflösung von Rückstellungen, das periodenfremde Ergebnis und Fremdwährungseffekte gehören zu den nicht nachhaltigen Ergebniseinflüssen und wurden daher bereinigt.
 - **Sondereffekte:** Darüber hinaus wurden die Kosten für die Corporate Finance-Beratung (Kapitalerhöhung, IFRS-Einführung, acardo-Akquisition, Shift4-Übernahme, Delisting), Börsennotierung (nicht in der Planung enthalten), das Restrukturierungsprogramm „Fit for Future“ sowie die Implementierung des Treuhandverfahrens bei acardo eliminiert.
- 255 Im Ergebnis beträgt die von uns bereinigte EBITDA-Marge der GJ22-24 durchschnittlich -1,0% und liegt damit 2,0%-Punkte über der unbereinigten EBITDA-Marge.

Bereinigungen/Umkehrungen

- 256 Nachfolgende Tabelle fasst die Bereinigungen/Umkehrungen der historischen Ertragslage zusammen:

⁵⁸ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 73.

Tabelle 5: Vectron Systems-Gruppe – Bereinigungen/Umkehrungen

EUR Mio.	Ist PF GJ22	Ist PF GJ23	Ist PF GJ24	Ist PF Ø 22-24
EBITDA Bereinigungen	2,0	(0,8)	1,3	
<i>Bereinigungen/Umkehrungen</i>	(2,0)	0,8	(1,3)	
Abschreibungen	-	-	0,2	
<i>Bereinigungen/Umkehrungen</i>	-	-	(0,2)	
Bereinigungen gesamt	2,0	(0,8)	1,5	
<i>Bereinigungen/Umkehrungen</i>	(2,0)	0,8	(1,5)	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 257 Neben den Bereinigungen des EBITDA haben wir auch die Abschreibung des Beteiligungsbuchwerts der nicht konsolidierten Tochtergesellschaft Vectron America bereinigt.
- 258 Die durchgeführten Bereinigungen der historischen Ertragslage werden dem EBT mit negativem Vorzeichen als „Bereinigungen/Umkehrungen“ hinzugerechnet, sodass das EBT, die Ertragsteuern und das Periodenergebnis von den durchgeführten Bereinigungen unberührt bleiben.

Abschließende Würdigung

- 259 Insgesamt führen die von der Bewertungsgutachterin und von uns durchgeführten Bereinigungen der historischen Ertragslage zum gleichen Ergebnis. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

4.4 Planungsanalyse

4.4.1 Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung

- 260 Die Bewertung der Vectron Systems-Gruppe geht in Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1 von einer unbegrenzten Lebensdauer aus. Da die Genauigkeit einer Prognose immer weiter abnimmt, je weiter diese in die Zukunft gerichtet ist, wird in der Bewertungstheorie und -praxis grundsätzlich zwischen der Detailplanungsphase (bzw. „Detailplanungshorizont“) und der Phase der ewigen Rente („Ewige Rente“) unterschieden. Die Detailplanungsphase ergibt sich dabei aus der Konzernplanung der Vectron Systems-Gruppe.
- 261 Die vorliegende Unternehmensplanung für die Vectron Systems-Gruppe (**„Unternehmensplanung“**) beruht auf den Teilplanungen für die Vectron Systems AG und acardo für den Zeitraum GJ25-27 (**„Teilplanungen“**). Die Teilplanungen bestehen jeweils aus einer GuV-Planung (bis zum EBITDA), ergänzt um eine Investitions- und Abschreibungsplanung für die Vectron Systems AG. Zweck der Teilplanungen ist die strategische Zielsetzung für die Vectron Systems-Gruppe. Die Teilplanungen entspringen dem regelmäßigen Planungsprozess der Vectron Systems-Gruppe.
- 262 Für Bewertungszwecke hat die Bewertungsgutachterin die Teilplanungen zu einer Konzernplanung konsolidiert und den Planungszeitraum erweitert, um die geplante Transformation des Geschäftsbereichs „POS-Systeme“ vollständig abzubilden (Partnerschaft mit Shift4 bzw. Einführung des „VECTRON Smart“-Angebots). Die vorliegende Unternehmensplanung erstreckt sich über das Budget-Jahr GJ25 und die Folgejahre GJ26-31 (zusammen: **„Planungszeitraum“**).
- 263 Die Umsatzplanung für das Budget-Jahr (GJ25) erfolgt zunächst nach dem „bottom-up“-Ansatz auf Produktebene („POS-Systeme“) bzw. auf Ebene der Absatzmärkte („Couponing und Cashback“) und ist in Monatsscheiben gegliedert. Die Personalkostenplanung bzw. die Planung der sonstigen Aufwendungen/Erträge basiert auf den Prognosen der einzelnen Kostenstellen. Anschließend fließen „top-down“-Überlegungen des Vorstands in die Teilplanungen ein. Die Planung der Folgejahre GJ26-27 basiert auf einer annahmengestützten Fortschreibung auf Monatsebene.
- 264 Für das Segment „POS-Systeme“ hat die Bewertungsgutachterin gemeinsam mit dem Vorstand der Vectron Systems AG anhand der langfristigen strategischen Ausrichtung der Gesellschaft ein Zielbild definiert, das graduell bis zum GJ31 erreicht werden soll. Für das Segment „Couponing und Cashback“ wurde bereits im GJ27 ein eingeschwungener Zustand angenommen.
- 265 Weiterhin hat die Bewertungsgutachterin die Unternehmensplanung um eine (vollständige) Planung der Investitionen und Abschreibungen, des Finanzergebnisses und der Ertragsteuern ergänzt. Darüber hinaus wurde eine überschlägige Bilanz- und Cashflow-Planung vorgenommen.
- 266 Die Bewertungsgutachterin hat die Unternehmensplanung zum Vorteil der außenstehenden Aktionäre dahingehend angepasst, dass i) günstigere Umrechnungskurse in Bezug auf den Fremdwährungs-Materialeinkauf und ii) in geringem Umfang eine Kostenentlastung aus der (noch nicht hinreichend konkretisierten) Erbringung von Logistikdienstleistungen für Shift4 angenommen wurden.
- 267 Die aktualisierte Planungsrechnung der Vectron Systems AG (Geschäftsbereich „POS-Systeme“) für das GJ25 sowie die Projektion auf die Folgejahre bis einschließlich GJ31 wurden von Vorstand der Vectron Systems AG am 20. März 2025 verabschiedet. Der Aufsichtsrat hatte diese ebenfalls am 20. März 2025 zustimmend zu 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 GJ25-27 entspricht unverändert der am 18. Dezember 2024 vom Aufsichtsrat der Gesellschaft zur Kenntnis genommenen Fassung.

Abschließende Würdigung

- 268 Wir haben uns im Rahmen unserer Prüfung davon überzeugt, dass die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel und frei von Widersprüchen

sind und die für die Geschäftsentwicklung der Vectron Systems-Gruppe relevanten Sachverhalte sachgerecht berücksichtigt worden sind.

269 Die vorliegende Planung berücksichtigt ausschließlich organisches Wachstum. Weiterhin beinhaltet die Planung keine Synergien bzw. zusätzlichen Kosten aus der vorliegenden Strukturmaßnahme.

270 Die Planungsrechnung kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts der Vectron verwendet werden.

4.4.2 Planungstreue

271 Aus der Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit lassen sich gegebenenfalls Rückschlüsse auf die zukünftige Planungsgenauigkeit ziehen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue hat die Bewertungsgutachterin einen Plan-Ist-Vergleich für die GJ22-24 unter Heranziehung der Planungsstände aus den letzten drei Geschäftsjahren (GJ21-23) vorgenommen.

272 Die Analyse der Planungstreue wurde von der Bewertungsgutachterin jeweils für die beiden Segmente „POS-Systeme“ und „Couponing und Cashback“ durchgeführt. Zur Prüfung der Analysen und Schlussfolgerungen der Bewertungsgutachterin haben wir ebenfalls einen Plan-Ist-Vergleich auf Segmentebene angestellt. Abweichend zu der Bewertungsgutachterin haben wir für den Plan-Ist-Vergleich die bereinigten (anstelle der unbereinigten) Ist-Ergebnisse herangezogen.

POS-Systeme

273 Nachfolgende Tabelle zeigt die absolute und prozentuale Abweichung der tatsächlich eingetretenen von den geplanten Ergebnissen für das erste („Plan 1“) bis dritte Planjahr („Plan 3“) im Segment „POS-Systeme“. Die durchschnittliche prozentuale Abweichung über den gesamten Betrachtungszeitraum wird in der Spalte „Ø Pl. 1-3“ zusammengefasst.

Tabelle 6: Segment „POS-Systeme“ – Planungstreue

EUR Mio.	Ist/Plan			Absolute Differenz (€m)			Relative Differenz (%)			
	GJ22	GJ23	GJ24	GJ22	GJ23	GJ24	GJ22	GJ23	GJ24	Ø Pl.1-3
Ist-Werte	Ist	Ist	Ist							
Umsatzerlöse	27,0	28,0	28,0							
EBITDA, bereinigt	(2,6)	(0,8)	(2,3)							
Planung GJ21	Plan 1	Plan 2	Plan 3	Plan 1	Plan 2	Plan 3	Plan 1	Plan 2	Plan 3	
Umsatzerlöse	39,4	41,2	42,7	(12,4)	(13,3)	(14,7)	(31,4%)	(32,2%)	(34,4%)	
EBITDA	3,6	3,7	3,6	(6,2)	(4,5)	(5,9)	<(100%)	<(100%)	<(100%)	
Planung GJ22		Plan 1	Plan 2	Plan 1	Plan 2		Plan 1	Plan 2		
Umsatzerlöse		26,9	32,1	1,0	(4,1)		3,7%	(12,7%)		
EBITDA		(1,7)	0,7	0,9	(3,0)		N/A	<(100%)		
Planung GJ23			Plan 1	Plan 1		Plan 1				
Umsatzerlöse			32,6	(4,6)		(14,2%)				
EBITDA			0,2	(2,5)		<(100%)				
Zusammenfassung (Durchschnitt)				Plan 1	Plan 2	Plan 3	Ø Pl.1-3			
Umsatzerlöse				(14,0%)	(22,5%)	(34,4%)	(23,6%)			
EBITDA				<(100%)	<(100%)	<(100%)	<(100%)			

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

274 In der Gesamtschau lagen die historisch erzielten Umsatzerlöse im Segment „POS-Systeme“ rd. 24% unter den Planwerten. Die negativen EBITDA-Werte in den GJ22-24 führten zu besonders dramatischen Planverfehlungen auf EBITDA-Ebene. Nach Angaben der Gesellschaft war die „Planung GJ21“ im Vergleich mit den Folgeplanungen („Planung GJ22“ und „Planung GJ23“) ambitionierter (bzw. weniger ausgewogen), sodass die Planabweichungen für die „Planung GJ21“ stärker ausfallen.

Couponing und Cashback

275 Die historischen Planungen im Segment „Couponing und Cashback“ aus GJ21-22 wurden vor der Übernahme durch die Vectron Systems AG erstellt. Das in den Planungsprozess eingebundene Management-Team hat sich nach der Übernahme aber nicht verändert, sodass

die Planungen GJ21-22 eine angemessene Vergleichsbasis (zur Beurteilung der Planungsgüte der vorliegenden Unternehmensplanung) darstellen.

276 Nachfolgende Tabelle zeigt den Plan-Ist-Vergleich für das Segment „Couponing und Cashback“.

Tabelle 7: Segment „Couponing und Cashback“ – Planungstreue

EUR Mio.	Ist/Plan			Absolute Differenz (€m)			Relative Differenz (%)			
	GJ22	GJ23	GJ24	GJ22	GJ23	GJ24	GJ22	GJ23	GJ24	Ø Pl.1-3
Ist-Werte	Ist	Ist	Ist							
Umsatzerlöse	9,4	9,1	12,4							
EBITDA, bereinigt	0,5	1,2	3,0							
Planung GJ21	Plan 1	Plan 2	Plan 3	Plan 1	Plan 2	Plan 3	Plan 1	Plan 2	Plan 3	
Umsatzerlöse	8,8	10,3	12,4	0,6	(1,1)	(0,0)	6,6%	(10,8%)	(0,0%)	
EBITDA	1,0	2,9	4,8	(0,5)	(1,7)	(1,8)	(49,9%)	(59,9%)	(36,9%)	
Planung GJ22		Plan 1	Plan 2		Plan 1	Plan 2		Plan 1	Plan 2	
Umsatzerlöse		11,0	N/A		(1,8)	N/A		(16,6%)	N/A	
EBITDA		2,8	N/A		(1,6)	N/A		(58,0%)	N/A	
Planung GJ23			Plan 1		Plan 1			Plan 1		
Umsatzerlöse			11,3		1,1			9,6%		
EBITDA			2,3		0,7			30,6%		
Zusammenfassung (Durchschnitt)							Plan 1	Plan 2	Plan 3	Ø Pl.1-3
Umsatzerlöse							(0,2%)	(10,8%)	(0,0%)	(3,7%)
EBITDA							(25,8%)	(59,9%)	(36,9%)	(40,9%)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

277 Insgesamt lagen die historisch erzielten Umsatzerlöse im Segment „Couponing und Cashback“ knapp unter den Planwerten. Die geplanten EBITDA-Werte wurden im Durchschnitt um rd. 41% verfehlt; die hohe prozentuale Abweichung ist jedoch auch durch die geringen absoluten Plan- und Ist-Werte bedingt.

Abschließende Würdigung

278 Aus der Analyse der Planungstreue kann geschlussfolgert werden, dass die historischen Planungen die realisierten Istwerte teilweise deutlich überschreiten. Wie die Bewertungsgutachterin vertreten wir daher die Auffassung, dass die vorliegende Unternehmensplanung der Vectron Systems-Gruppe grundsätzlich für den Zweck der Unternehmensbewertung mit dem Anlass des Ausschlusses außenstehender Anteilseigner herangezogen werden kann.

4.4.3 Planungsrechnung

279 Die Tabellen in diesem Abschnitt zeigen den Planungszeitraum GJ25-31 (zusammen: „**Planungszeitraum**“ bzw. „**Detailplanungshorizont**“). Zu Vergleichszwecken zeigen wir auch das letzte Ist-Jahr (GJ24) bzw. den gesamten Vergangenheitszeitraum (GJ22-24) auf pro-forma-Basis nach Bereinigungen (siehe Abschnitt 4.3). Der Vergangenheitszeitraum und Detailplanungshorizont werden im Folgenden auch als „**Gesamtzeitraum**“ bezeichnet.

280 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Detailplanungszeitraum (Spalte „Plan Ø 25-31“) sind wie folgt definiert:

- Der CAGR für den Detailplanungszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ24-31.
- Die durchschnittlichen Margen für den Detailplanungszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ25-31.

Nachfolgende Tabelle zeigt die Plan-GuV der Vectron Systems-Gruppe:

Tabelle 8: Vectron Systems-Gruppe – Plan-GuV

EUR Mio.	Ist PF GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Plan Ø 25-31
Umsatzerlöse	40,4	43,1	46,6	51,8	53,3	56,8	59,9	62,9	
<i>Wachstum in %</i>	8,9%	6,6%	8,2%	11,2%	2,9%	6,5%	5,4%	5,0%	6,5%
Aktiviere Eigenleistung	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Gesamtleistung	41,0	43,5	47,0	52,2	53,7	57,2	60,3	63,3	
Materialaufw and	(14,9)	(12,6)	(10,4)	(9,1)	(6,8)	(5,9)	(5,4)	(5,2)	
Rohrertrag	26,0	30,9	36,6	43,1	46,9	51,3	54,9	58,1	
<i>in % der Gesamtleistung</i>	63,5%	71,0%	77,8%	82,6%	87,4%	89,6%	91,1%	91,8%	84,5%
Personalaufw and	(15,4)	(18,9)	(19,9)	(21,2)	(21,9)	(22,2)	(22,6)	(23,0)	
Sonstige Aufw endungen/Erträge	(9,9)	(9,4)	(10,1)	(10,7)	(11,2)	(11,6)	(11,9)	(12,3)	
EBITDA	0,7	2,6	6,5	11,2	13,9	17,5	20,4	22,8	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	1,8%	6,1%	14,0%	21,6%	26,1%	30,8%	34,0%	36,2%	24,1%
Abschreibungen	(1,3)	(1,4)	(2,2)	(3,1)	(4,2)	(5,4)	(6,6)	(7,8)	
EBIT	(0,6)	1,2	4,4	8,1	9,7	12,1	13,8	15,0	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	(1,4%)	2,8%	9,3%	15,6%	18,2%	21,3%	23,0%	23,9%	16,3%
Finanzergebnis	0,1	0,1	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,0)	0,0	0,1	
Bereinigungen/Umkehrungen	(1,5)	-	-	-	-	-	-	-	
EBT	(1,9)	1,3	4,4	8,1	9,7	12,1	13,8	15,1	
Ertragsteuern	(1,5)	(1,2)	(1,4)	(2,0)	(2,2)	(2,6)	(2,8)	(3,1)	
Konzernjahresergebnis	(3,4)	0,2	3,0	6,1	7,5	9,5	11,0	11,9	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

281 Insgesamt lässt sich die Entwicklung der Ertragslage in den GJ25-31 wie folgt zusammenfassen:

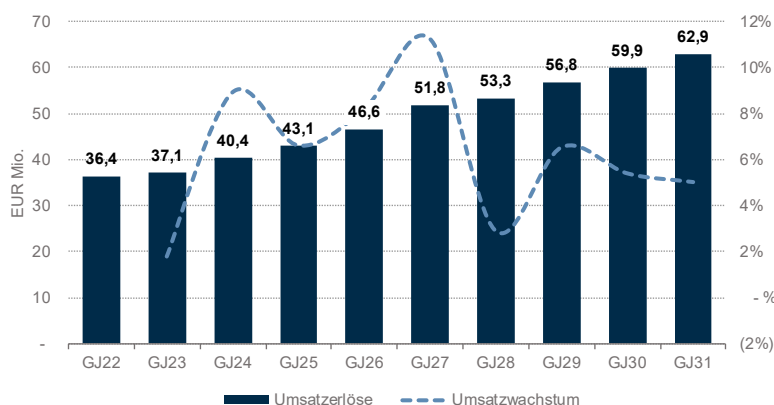
- Die Umsatzerlöse sollen um durchschnittlich 6,5% p.a. steigen (gegenüber 5,3% p.a. im Vergangenheitszeitraum. Das Umsatzwachstum ist größtenteils auf die Kooperation mit Shift4 und die damit verbundene Einführung des „VECTRON Smart“-Angebots im „POS-Systeme“-Bereich zurückzuführen.
- Die Rohertragsmarge soll sich signifikant von 63,5% im GJ24 auf 91,8% im GJ31 erhöhen. Dies liegt darin begründet, dass unter dem neuen Geschäftsmodell („VECTRON Smart“) keine Warenabgänge mehr verzeichnet und Fachhändlerprovisionen von Shift4 übernommen werden.
- Die EBITDA-Marge soll zum Ende des Planungszeitraums 36,2% erreichen. Neben den im Rohertrag enthaltenen Margeneffekten soll auch die insgesamt unterproportionale Entwicklung des Personalaufwands und der sonstigen Aufwendungen/Erträge zum signifikanten Margenanstieg beitragen.
- Insgesamt plant die Gesellschaft bereits im Budget-Jahr GJ25 mit einem positiven Konzernjahresergebnis. Bis zum GJ31 soll das Konzernjahresergebnis auf EUR 11,9 Mio. ansteigen.

282 Im Folgenden beschreiben wir den erwarteten Verlauf der Umsatzerlöse, des Rohertrags, des EBITDA sowie der Investitionen und Abschreibungen im Planungszeitraum GJ25-31.

4.4.3.1 Umsatzerlöse

283 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum und Planungszeitraum (Gesamtzeitraum) zusammen:

Abbildung 8: Vectron Systems-Gruppe – Umsatzerlöse



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

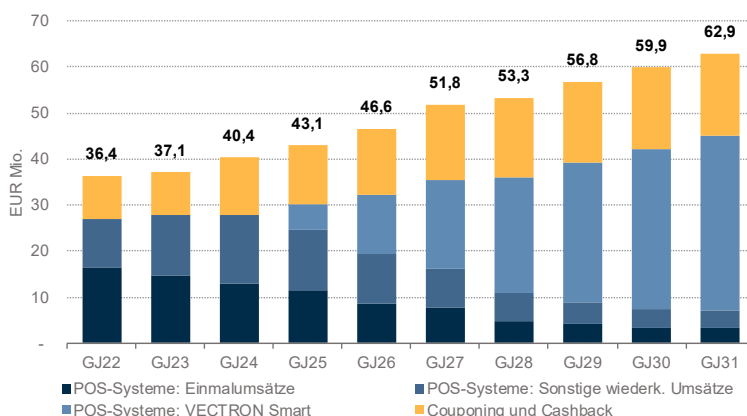
284 Die Umsatzerlöse sollen von EUR 40,4 Mio. im GJ24 auf EUR 62,9 Mio. im GJ31 ansteigen (CAGR von 6,5%). Die Umsatzentwicklung lässt sich grob in zwei Phasen einteilen:

- **GJ25-27:** Die hohen Wachstumsraten in den ersten drei Planjahren GJ25-27 (6,6% bis 11,2%) begründen sich durch die angenommenen starken Zuwächse im neuen „VECTRON Smart“-Geschäft und die durch Nachrüstungen gestützten Einmalumsätze. Das verhältnismäßig niedrige Wachstum im GJ25 liegt an der Sonderzahlung von Catalina im GJ24, die zu einer höheren Umsatzbasis geführt hat.
- **GJ28-31:** Die niedrigeren Wachstumsraten in den Planjahren GJ28-31 sind durch das Abflachen des Wachstums der „VECTRON Smart“-Umsätze und den (nahezu vollständigen) Wegfall der Nachrüstungen bestehender Kassensysteme mit technischen Sicherungseinrichtungen begründet, von denen die Gesellschaft davon ausgeht, dass diese in das Gesamtpaket von „VECTRON Smart“ inkludiert sein werden.

Umsatzerlöse nach Segment

285 Nachfolgende Abbildung zeigt die Verteilung der Umsatzerlöse auf die beiden Geschäftsbereiche im Gesamtzeitraum:

Abbildung 9: Vectron Systems-Gruppe – Umsatzerlöse nach Segment



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

POS-Systeme

286 Die Umsatzplanung spiegelt die Umstellung des Geschäftsmodells im Segment „POS-Systeme“ auf das neue „VECTRON Smart“-Angebot wider. Unter dem „VECTRON Smart“-Angebot wird die Vermietung von Kassensystemen (einschließlich Digitaldienste) von Vectron mit den Bezahldiensten von Shift4 gebündelt. Die Umsatzplanung bildet folgende Einnahmequellen aus dem „VECTRON Smart“-Angebot ab:

- laufende Mieteinnahmen aus der Vermietung von Kassensystemen (einschließlich Digitaldiensten) von den Betreiberkunden;
 - laufende Provisionen (anteilige vereinnahmte Payment-Gebühren) von Shift4; und
 - einmalige Vertragsabschlussprovisionen von Shift4.
- 287 Die „VECTRON Smart“-Umsätze bestehen größtenteils aus den laufenden Mieteinnahmen und werden zunächst auch durch die Vertragsabschlussprovisionen getrieben, die mit wachsendem Kundenstamm bzw. zunehmender Marktsättigung durch die laufenden Gebühren von Shift4 ersetzt werden.
- 288 Die Umsatzentwicklung im „VECTRON Smart“-Bereich soll durch die steigende Bedeutung integrierter Lösungen und die zunehmende Akzeptanz von Abonnement-Modellen begünstigt werden. Weiteres Wachstum soll hingegen durch den begrenzten Zielmarkt (Bestandskunden mit angeschlossenem Digitalpaket und potenzielle Neukunden mit Payment-Verträgen ohne Kassendienste) und zunehmenden Preisdruck (voranschreitende Konsolidierung im deutschen Kassenmarkt) erschwert werden. Hinzu kommt ein tendenziell schwieriges Marktumfeld mit rückläufigen Betreiberzahlen in der Gastronomie und im Backgewerbe.
- 289 Die Entwicklung der sonstigen wiederkehrenden Umsätze und Einmalumsätze ist, der Umstellung des Geschäftsmodells geschuldet, stark rückläufig. Die sonstigen wiederkehrenden Umsätze (Digital- und Kassengeschäft) werden zunehmend durch das „VECTRON Smart“-Angebot ersetzt. Die Einmalumsätze werden zu Beginn des Planungszeitraums noch durch das Geschäft mit Nachrüstungen (technische Sicherungseinrichtungen, die aufgrund von fiskalischen Vorgaben installiert werden müssen) gestützt. Der weitgehende Wegfall der Nachrüstungen (laufender Hardware-Austausch durch neue Geräte mit bereits integrierten Sicherheitseinrichtungen) im GJ28 führt zu einer deutlichen Wachstumsverlangsamung.
- 290 Insgesamt führt die Umstellung des Geschäftsmodells kurz- bis mittelfristig zu Wachstumseinbußen aufgrund des Wegfallens der höheren (periodischen) Einmalumsätze; langfristig lassen sich mit dem neuen Tarif jedoch höhere (periodische) Umsätze erwirtschaften.
- 291 Die Vertragsabschlussprovisionen von Shift4 sollen die kurzfristigen Umsatzaufälle partiell ausgleichen. Der Kooperationsvertrag zwischen Shift4 und der Vectron Systems-Gruppe sieht eine jährliche Überprüfung der Höhe der zu leistenden Einmalzahlungen anhand der Ertragslage der Vectron Systems-Gruppe vor. Zum Vorteil der außenstehenden Aktionäre wurde eine Zahlung von Vertragsabschlussprovisionen über den gesamten Planungszeitraum GJ25-31 angenommen.

Couponing und Cashback

- 292 Das Segment „Couponing und Cashback“ soll in den GJ25-27 verstärkt wachsen. Das Segment-Wachstum im GJ25 fällt aufgrund der in den Segment-Umsätzen GJ24 enthaltenen Sonderzahlung in Verbindung mit dem Marktaustritt von Catalina geringer aus. Die Akquise ehemaliger Catalina-Kunden soll wiederum zum Wachstumsschub in den GJ26-27 beitragen.
- 293 Weiterhin soll der Bereich „Couponing und Cashback“ von i) einer Ausweitung der Geschäftsbeziehungen mit EDEKA und einem Anstieg von Aktions-Buchungen im Einzelhandel; ii) der Einführung eines neuen Kassensystems mit erweiterten Dienstleistungsmöglichkeiten (Bon-Daten-Analyse) und neuen Treueprogrammen im Apothekenmarkt; und iii) der Verlängerung des Kulturpasses, weiteren Fremdkaktionen und Produktinnovationen (z.B. SMS-Gewinnspiel) im Teilbereich Kino profitieren.
- 294 Nach Angaben der Gesellschaft sind die Wachstumspotentiale bis GJ27 größtenteils ausgeschöpft. Besondere Herausforderungen im Segment „Couponing und Cashback“ ergeben sich aus dem weiterhin hohen Anteil des papiergebundenen Couponing-Geschäfts, das gegenüber digitalen Produkten in den relevanten Märkten zunehmend an Bedeutung verliert.

Gesamtleistung

295 Die aktivierten Eigenleistungen sollen aufgrund der teilweisen Übernahme der Software-Entwicklungskosten durch Shift4 geringfügig gegenüber dem letzten Ist-Jahr GJ24 zurückgehen. Insgesamt steigt die Gesamtleistung im Planungszeitraum von EUR 41,0 Mio. (GJ24) auf EUR 63,3 Mio. (GJ31).

Marktvergleich

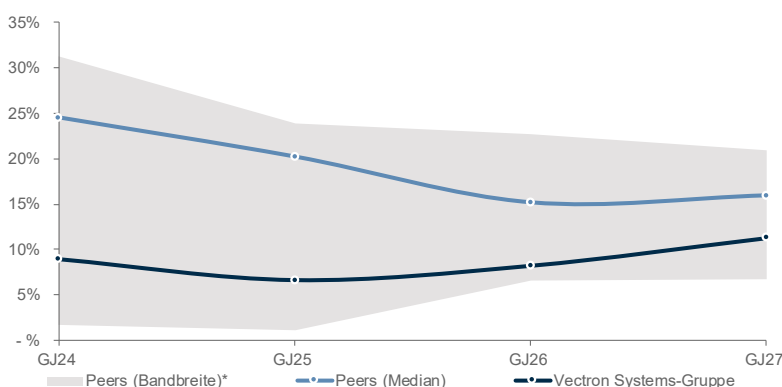
296 Das geplante Umsatzwachstum der Vectron Systems-Gruppe im Planungszeitraum (CAGR von 6,5%) liegt deutlich über dem prognostizierten Wachstum der Endmärkte (durchschnittlich zwischen -0,4% und 0,7% p.a. im Zeitraum 2024-30) (siehe Abschnitt 4.2.3). Aus dem Marktvergleich ergeben sich keine Hinweise auf eine Unterschätzung der geplanten Umsatzerlöse.

Peer-Vergleich

297 Zu Plausibilisierungszwecken haben wir das geplante Umsatzwachstum mit den Konsensschätzungen für die Peer-Unternehmen verglichen. Die der Analyse zugrundeliegenden Kennzahlen-Prognosen für die Vergleichsunternehmen wurden der S&P Capital IQ-Datenbank entnommen.

298 Nachfolgende Abbildung stellt die Wachstumsraten der Umsatzerlöse des Vectron Systems-Gruppe dem Wachstum der Peer-Unternehmen im Zeitraum GJ24-27 gegenüber.

Abbildung 10: Peer Vergleich – Umsatzwachstum



Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.
(*) Zweites bis viertes Quintil.

299 Die Analyse des prognostizierten Umsatzwachstums vergleichbarer Unternehmen zeigt, dass sich die Wachstumsraten der Vectron Systems-Gruppe in den GJ24-26 am unteren Ende der für die Peer-Unternehmen beobachteten Bandbreite bewegen. Für das GJ27 erwartet die Vectron Systems-Gruppe eine Annäherung an den für die Peer-Unternehmen beobachteten Medianwert.

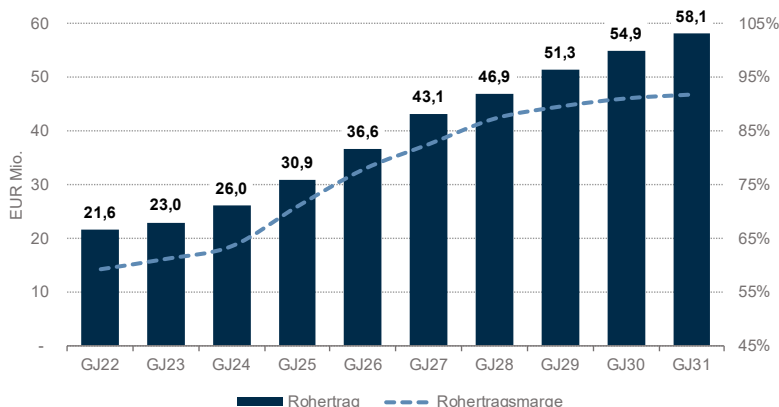
300 Das niedrigere Wachstum der Vectron Systems-Gruppe gegenüber den Peer-Unternehmen ist zum einen durch die Umstellung des Geschäftsmodells und zum anderen durch den Fokus des Geschäftsbereichs „POS-Systeme“ auf Gastronomie und Bäckereien bedingt. Das Wegfallen der höheren (periodischen) Einmalumsätze führt kurz- bis mittelfristig zu Umsatzeinbußen; langfristig ergeben sich aus den höheren monatlichen Tarifen aber auch höhere (periodische) Umsätze.

301 Insgesamt lässt sich aus dem Peer Group-Vergleich nicht auf zu niedriges Wachstum der Vectron Systems-Gruppe im Planungszeitraum schließen.

4.4.3.2 Rohertrag

302 Nachfolgende Abbildung zeigt den Verlauf des Rohertrags im Vergangenheits- und Planungszeitraum:

Abbildung 11: Vectron Systems-Gruppe – Rohertrag



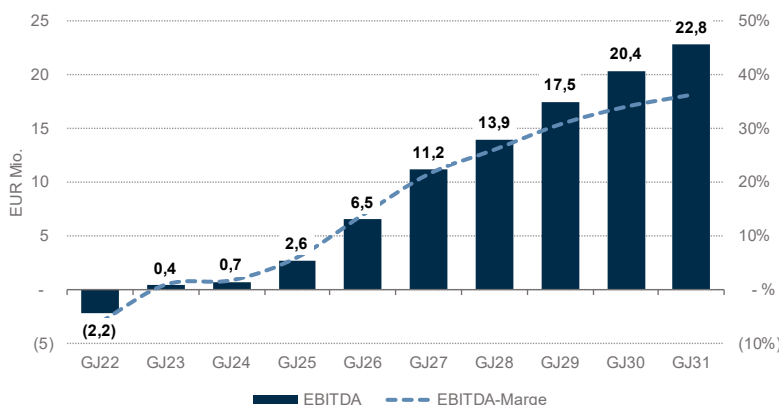
Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 303 Insgesamt soll der Rohertrag von EUR 26,0 Mio. im GJ24 auf EUR 58,1 Mio. im GJ31 anwachsen. Die geplante Rohertragsmarge verzeichnet einen deutlichen Anstieg von 63,5% im GJ24 auf 91,8% im GJ31.
- 304 Die signifikante Margenverbesserung ist wiederum auf die Umstellung des Geschäftsmodells im Segment „POS-Systeme“ zurückzuführen. Unter dem neuen Modell verbleiben die vermieteten Kassensysteme im Eigentum der Vectron Systems-Gruppe, sodass, anders als bei Einzelverkäufen, kein Materialaufwand mehr aus dem Abgang der Hardware zu verbuchen ist; im Gegenzug erhöhen sich die Abschreibungen.
- 305 Weiterhin übernimmt Shift4 im Rahmen der „VECTRON Smart“-Vermarktung die Kosten der Fachhändler-Incentivierung, sodass unter dem neuen Modell keine Fachhändlerprovisionen mehr auf die Vectron Systems-Gruppe entfallen.
- 306 Das Segment „Couponing und Cashback“ soll ebenfalls zur Margenverbesserung beitragen. Hier geht die Gesellschaft von Einsparungen aufgrund der Zunahme des margenstärkeren Geschäfts mit digitalen Coupons und App-Lösungen (gegenüber physischen Coupons) aus.
- 307 Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin eine Wechselkursanpassung in Bezug auf den Fremdwährungs-Materialeinkauf vorgenommen, die insgesamt zu einem geringfügig niedrigeren Materialaufwand im Planungszeitraum führt.

4.4.3.3 EBITDA

- 308 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge im Gesamtzeitraum zusammen:

Abbildung 12: Vectron Systems-Gruppe – EBITDA



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

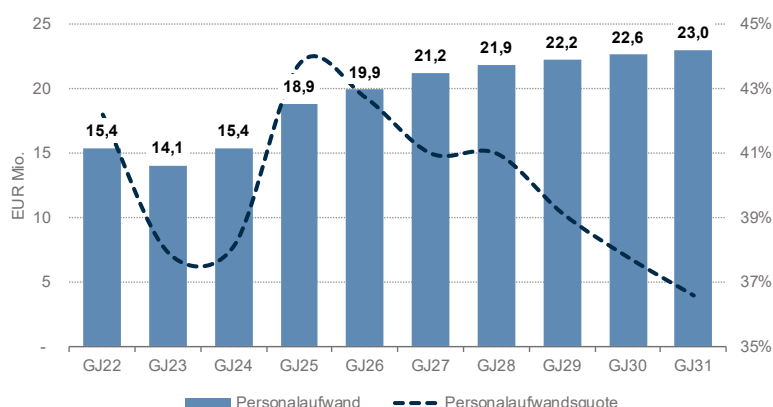
309 Für das EBITDA erwartet das Management einen Anstieg von EUR 0,7 Mio. im GJ24 auf EUR 22,8 Mio. im GJ31. Die signifikante Margenverbesserung von 1,8% im GJ24 auf 36,0% im GJ31 beruht neben den bereits im Rohertrag enthaltenen Margeneffekten auch auf langfristig (gegenüber den Umsatzerlösen) niedrigeren Personalkosten und sonstigen Aufwendungen/Erträgen.

Personalaufwand

310 Der Personalaufwand soll von EUR 15,4 Mio. im GJ24 auf EUR 23,0 Mio. im GJ31 ansteigen (CAGR von 5,9%) und sich dementsprechend unterproportional zu den Umsatzerlösen entwickeln. Die Personalaufwandsquote (in % der Umsatzerlöse) soll dabei zunächst von 38,1% im GJ24 auf 43,8% im GJ25 ansteigen und bis zum GJ31 wieder auf 36,6% absinken.

311 Nachfolgende Abbildung zeigt den Verlauf des Personalaufwands und der Personalaufwandsquote im Gesamtzeitraum:

Abbildung 13: Vectron Systems-Gruppe – Personalaufwand



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

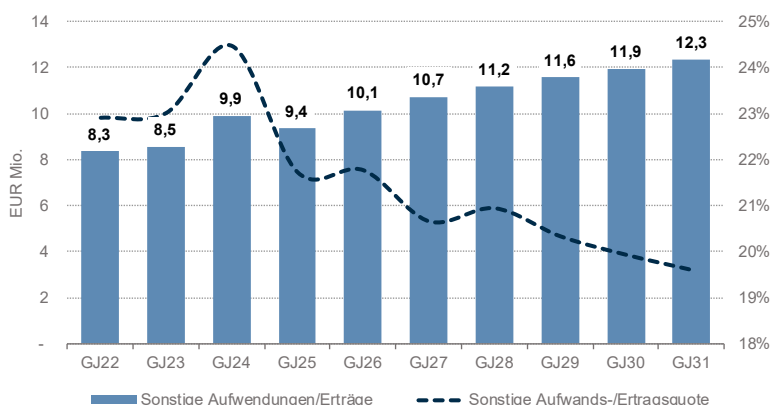
312 Der kurzfristige Anstieg der Personalaufwandsquote im GJ25 ist auf i) die Personalaufstockung zur Skalierung des neuen Geschäftsmodells (höhere Vertriebskosten und Kundenbetreuungskosten unter dem Abonnement-Modell („VECTRON Smart“) im Segment „POS-Systeme“ und ii) die Schließung von Personallücken im Segment „Couponing und Cashback“ (siehe Abschnitt 4.3.2) zurückzuführen. Der stetige Rückgang der Personalaufwandsquote in den Folgejahren beruht auf Skaleneffekten.

Sonstige Aufwendungen/Erträge

313 Die sonstigen Aufwendungen/Erträge sollen von EUR 9,9 Mio. im GJ24 auf EUR 12,3 Mio. im GJ31 ansteigen (CAGR von 3,2%). Der Anteil an den Umsatzerlösen soll sich dementsprechend von 24,5% (GJ24) auf 19,6% (GJ31) reduzieren.

314 Nachfolgende Abbildung zeigt den Verlauf der sonstigen Aufwendungen/Erträge und den Anteil der sonstigen Aufwendungen/Erträge an den Umsatzerlösen im Gesamtzeitraum:

Abbildung 14: Vectron Systems-Gruppe – Sonstige Aufwendungen/Erträge



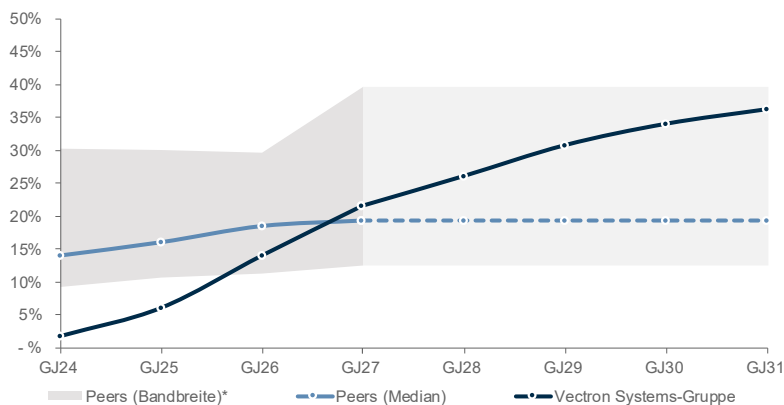
Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 315 Der Anstieg der Sonstigen Aufwendungen/Erträge im Planungszeitraum ist i.W. durch höhere Marketing- und Verwaltungsaufwendungen (steigende Zahl monatlicher Mietabwicklungen) unter dem neuen Abonnement-Modell bedingt. Insgesamt bleibt der Kostenanstieg aber hinter dem Umsatzwachstum zurück.
- 316 Weiterhin hat die Bewertungsgutachterin die (noch nicht hinreichend konkretisierten) zusätzlichen Erträge aus der Erbringung von Logistikdienstleistungen für Shift4 in die Planungsrechnung aufgenommen.

Peer-Vergleich

- 317 Zur besseren Einordnung der geplanten EBITDA-Marge der Vectron Systems-Gruppe haben wir diese einem Peer Group-Vergleich unterzogen. Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der EBITDA-Marge der Vectron Systems-Gruppe und die entsprechenden Konsensschätzungen zu den Peer-Unternehmen.

Abbildung 15: Peer-Vergleich – EBITDA-Marge



Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

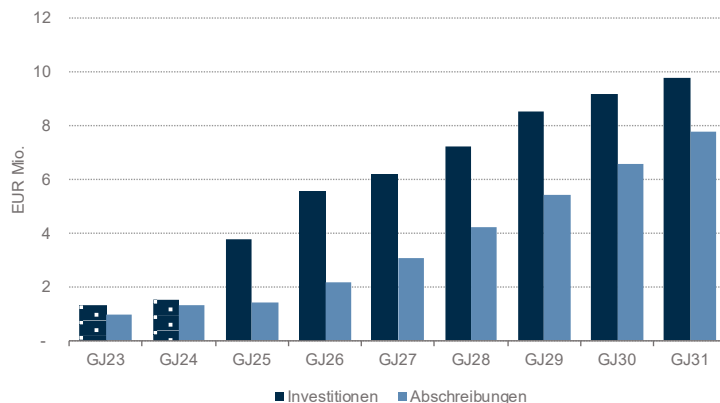
(*) Zweites bis viertes Quintil.

- 318 In der Gesamtschau soll die prognostizierte EBITDA-Marge der Vectron Systems-Gruppe das Peer Group-Niveau bis zum GJ27 erreichen. Für den Zeitraum nach GJ27 erhofft das Management weitere Margenzuwächse bis zum oberen Ende der Bandbreite der mittelfristigen Peer Group-Konsensprognosen (GJ27).
- 319 Vor dem Hintergrund des geringen Ausgangsniveaus und der prognostizierten Peer-Entwicklung erscheinen die langfristigen EBITDA-Margen aus der Unternehmensplanung der Vectron Systems-Gruppe äußerst ambitioniert.

4.4.3.4 Investitionen und Abschreibungen

320 Nachfolgende Abbildung zeigt die Investitionen und Abschreibungen der Vectron Systems-Gruppe im Zeitraum GJ23-31.

Abbildung 16: Vectron Systems-Gruppe – Investitionen und Abschreibungen



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Anmerkung: Für GJ23-24 wurden die Investitionen implizit aus der konsolidierten Bilanz ermittelt.

Investitionen

321 Die Investitionen der Vectron Systems-Gruppe sollen von EUR 3,8 Mio. im GJ25 auf EUR 9,8 Mio. im GJ31 ansteigen. Die Investitionen beziehen sich größtenteils auf die unter dem Abonnement-Modell („VECTRON Smart“) aktivierten Kassensysteme. Der starke Anstieg der Investitionen im GJ25 gegenüber dem GJ24 ist der Umstellung des Geschäftsmodells geschuldet.

Abschreibungen

322 Die Abschreibungen steigen im Planungszeitraum von EUR 1,4 Mio. im GJ25 auf EUR 7,8 Mio. im GJ31. Der starke Anstieg der Abschreibungen ist wiederum auf die Umstellung des Geschäftsmodells zurückzuführen. Für die vermieteten stationären Kassensysteme wurde eine Nutzungsdauer von sieben Jahren angenommen. Für die vermieteten mobilen Kassensysteme wurde aufgrund der stärkeren Beanspruchung in der täglichen Verwendung eine Nutzungsdauer von vier Jahren unterstellt. Insgesamt gleichen sich die Abschreibungen im Planungszeitraum den Investitionen an.

4.4.3.5 Abschließende Würdigung

323 Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.

324 So ging die Vectron Systems-Gruppe bei der Planung der Umsatzerlöse von angemessenen Wachstumsraten aus. Abweichungen der Wachstumsraten und EBITDA-Margen gegenüber den Peer-Unternehmen zu Beginn des Planungszeitraums begründen sich durch die Umstellung des Geschäftsmodells. Die Einführung des Abonnement-Modells im Segment „POS-Systeme“ führt kurzfristig zu Umsatzeinbußen aufgrund des Wegfallens der (periodischen) Einmalumsätze; langfristig werden jedoch höhere Umsatzerlöse und Margen erwartet.

325 Insgesamt betrachtet stellt die Unternehmensplanung das erwartete Szenario für die Geschäftsentwicklung der Vectron Systems-Gruppe in den GJ25-31 dar. Die Margenentwicklung zum Ende des Planungszeitraums (GJ28-31) ist in Hinblick auf das Margenniveau zu Beginn des Planungszeitraums und auch auf die prognostizierte Profitabilität der Peer-Unternehmen als äußerst ambitioniert einzustufen.

4.5 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

4.5.1 Nachhaltiges Ergebnis

- 326 Zur Bestimmung des Unternehmenswerts der Vectron Systems-Gruppe muss der Detailplanungshorizont um den Zeitraum der sog. „Ewigen Rente“ ergänzt werden. Die Ewige Rente („**Terminal Value**“ bzw. „**TV**“) spiegelt den Fortführungswert des Unternehmens nach dem letzten Planjahr wider. Dabei ist die Grundannahme, dass sich das Unternehmen in einem sog. „eingeschwungenen“ Zustand befindet.
- 327 Der eingeschwungene Zustand bildet ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse, EBITDA-Margen sowie Investitionen und Abschreibungen ab. Ebenso bewegen sich das Nettoumlaufvermögen, das Finanzergebnis und die Unternehmensteuern zum Eintritt in die Ewige Rente auf einem nachhaltigen Niveau. Aus diesen Bestandteilen lassen sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse ableiten.
- 328 Alle Ergebnis-Komponenten wachsen im Zeitraum der Ewigen Rente mit einer einheitlichen Wachstumsrate („**nachhaltiges Wachstum**“ bzw. „**Wachstumsabschlag**“). Zur Ableitung des Wachstumsabschlags verweisen wir auf Abschnitt 4.6.4.
- 329 Zwischen dem Planjahr GJ31 und dem TV-Jahr GJ33 hat die Bewertungsgutachterin eine Übergangsphase („**Trans**“) eingefügt. Die Übergangsphase umfasst das GJ32 und dient dazu, den eingeschwungenen Zustand zu erreichen.
- 330 Das Jahr der Ewigen Rente repräsentiert die künftige Ertragskraft der Vectron Systems-Gruppe über den gesamten Zeitraum der Ewigen Rente. Die Geschäftsentwicklung der GJ33ff. wird im TV-Jahr GJ33 verdichtet.
- 331 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des EBITDA im Detailplanungshorizont und dem Zeitraum der Ewigen Rente.

Tabelle 9: Vectron Systems-Gruppe – Nachhaltiges Ergebnis

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Trans GJ32	TV GJ33ff.
Umsatzerlöse	43,1	46,6	51,8	53,3	56,8	59,9	62,9	62,7	63,3
<i>Wachstum in %</i>	6,6%	8,2%	11,2%	2,9%	6,5%	5,4%	5,0%	(0,3%)	1,0%
Aktiviert Eigenleistung	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Gesamtleistung	43,5	47,0	52,2	53,7	57,2	60,3	63,3	63,1	63,7
Materialaufw and	(12,6)	(10,4)	(9,1)	(6,8)	(5,9)	(5,4)	(5,2)	(5,3)	(5,3)
Rohertrag	30,9	36,6	43,1	46,9	51,3	54,9	58,1	57,9	58,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	71,0%	77,8%	82,6%	87,4%	89,6%	91,1%	91,8%	91,7%	91,7%
Personalaufw and	(18,9)	(19,9)	(21,2)	(21,9)	(22,2)	(22,6)	(23,0)	(23,2)	(23,5)
Sonstige Aufwendungen/Erträge	(9,4)	(10,1)	(10,7)	(11,2)	(11,6)	(11,9)	(12,3)	(12,5)	(12,6)
EBITDA	2,6	6,5	11,2	13,9	17,5	20,4	22,8	22,2	22,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	6,1%	14,0%	21,6%	26,1%	30,8%	34,0%	36,2%	35,4%	35,4%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Nachhaltiges Umsatzniveau

- 332 Insgesamt ergibt sich ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse i.H.v. EUR 62,7 Mio. (bereits im Übergangsjahr GJ32 erreicht). Der leichte Rückgang gegenüber dem letzten Planjahr GJ31 begründet sich durch den Wegfall der Vertragsabschlussprovisionen von Shift4 (siehe Abschnitt 4.4.3.1). Diese dienen dem kurzfristigen Ausgleich der Umsatzverluste aufgrund der Umstellung des Geschäftsmodells und unterliegen einer jährlichen Überprüfung anhand der Ertragslage der Vectron Systems-Gruppe. Zum Vorteil der außenstehenden Aktionäre hat die Bewertungsgutachterin angenommen, dass die Einmalprovisionen – trotz der signifikanten Verbesserung der Ertragslage – über den gesamten Planungszeitraum von Shift4 gezahlt werden.

Nachhaltige EBITDA-Marge

- 333 Die nachhaltige EBITDA-Marge beträgt 35,4% (bereits im Übergangsjahr GJ32 erreicht). Der leichte Rückgang gegenüber dem letzten Planjahr ist wiederum (zum Großteil) auf den Wegfall der Vertragsprovisionen (Umsatzkomponente) zurückzuführen, denen keine entsprechenden Umsatzkosten gegenüberstehen.

- 334 Darüber hinaus führt der geringere Wareneinkauf in der Ewigen Rente (siehe Abschnitt 4.5.2) zu einem geringeren Vorteil aus der Wechselkursanpassung der Bewertungsgutachterin (siehe Abschnitt 4.4.3.2), die sich in einer (geringfügig) niedrigeren Rohertrags- und EBITDA-Marge niederschlägt.
- 335 Insgesamt halten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin zur Bestimmung des nachhaltigen Ergebnisses für sachgerecht und angemessen.

4.5.2 Nachhaltige Investitionen und Abschreibungen

- 336 Nachfolgende Tabelle zeigt die Investitionen und Abschreibungen der Vectron Systems-Gruppe in den GJ25-33ff.

Tabelle 10: Vectron Systems-Gruppe – Nachhaltige Investitionen und Abschreibungen

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Trans GJ32	TV GJ33ff.
Investitionen	3,8	5,6	6,2	7,2	8,5	9,2	9,8	7,4	7,5
Abschreibungen	1,4	2,2	3,1	4,2	5,4	6,6	7,8	7,5	7,6
in % der Umsatzerlöse									
Investitionen	8,8%	11,9%	11,9%	13,6%	15,0%	15,3%	15,5%	11,8%	11,8%
Abschreibungen	3,3%	4,7%	6,0%	7,9%	9,5%	11,0%	12,4%	12,0%	12,0%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Investitionen

- 337 Im Rahmen der Ertragswertermittlung wird ein Going Concern-Szenario mit einer unendlichen Laufzeit unterstellt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Sachanlagen (i.W. aktivierte Kassensysteme) eine begrenzte Lebensdauer aufweisen und in regelmäßigen Abständen erneuert werden müssen.
- 338 Die Bewertungsgutachterin hat ein gegenüber dem Planungszeitraum geringeres Investitionsniveau in der Ewigen Rente i.H.v. EUR 7,5 Mio. angenommen. Die Investitionen im Planungszeitraum beziehen sich größtenteils auf Erweiterungsinvestitionen beim Hochlauf des Kassenbestands im VECTRON Smart-Tarif des neuen Geschäftsmodells und der Realisation des angestrebten Wachstums. In der Ewigen Rente befindet sich das Unternehmen in einem „eingeschwungenen Zustand“ und es fallen nur (geringere) Ersatzinvestitionen an.

Abschreibungen

- 339 Das erhöhte Investitionsniveau im Planungszeitraum führt zu temporär erhöhten Abschreibungen nach dem letzten Planjahr (bis zur Angleichung der Abschreibungen an das nachhaltige Investitionsniveau). Die Bewertungsgutachterin hat die erhöhten Abschreibungen als barwertäquivalente Annuität im Übergangsjahr GJ32 abgebildet. Nach den Berechnungen der Bewertungsgutachterin übersteigen die Abschreibungen in der Ewigen Rente die nachhaltigen Investitionen; hieraus ergibt sich ein rechnerischer Steuervorteil in der Zeit nach der Detailplanungsphase, der seitens der Bewertungsgutachterin sachgerecht bei der Bewertung als annuitätischer Betrag berücksichtigt wurde.

4.5.3 Nettoumlaufvermögen

- 340 Das Nettoumlaufvermögen („Trade Working Capital“, „TWC“) entspricht der Differenz aus dem operativen Umlaufvermögen und den operativen kurzfristigen Verbindlichkeiten. Folgende Bilanz-Positionen werden dem Trade Working Capital zugerechnet:
- Vorräte
 - Forderungen aLuL
 - Verbindlichkeiten aLuL
- 341 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des TWC im Planungszeitraum GJ25-31, der Übergangsphase GJ32 und dem TV-Jahr GJ33ff.

Tabelle 11: Vectron Systems-Gruppe – Nettoumlaufvermögen

EUR Mio.	Ist PF GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Trans GJ32	TV GJ33ff.
Vorräte	3,1	4,1	4,4	4,6	4,5	5,2	5,5	5,8	4,5	4,5
Forderungen aLuL	6,3	5,3	5,3	5,9	5,8	5,9	6,1	6,2	6,3	6,3
Verbindlichkeiten aLuL	(4,1)	(4,0)	(4,1)	(4,2)	(4,2)	(4,3)	(4,3)	(4,4)	(4,0)	(4,1)
Trade Working Capital	5,3	5,5	5,7	6,3	6,1	6,8	7,2	7,6	6,7	6,7
Δ Trade Working Capital		0,2	0,2	0,6	(0,2)	0,7	0,4	0,4	(1,0)	0,1
<i>TWC in % der Umsatzerlöse</i>	<i>13,1%</i>	<i>12,7%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,1%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,6%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

342 Die TWC-Planung beruht auf den TWC-Kennzahlen (Lagerreichweite, Zahlungsziel gegenüber Kunden, Kreditorenlaufzeit), die für die beiden Geschäftsbereiche bzw. für die verschiedenen Umsatzströme festgelegt wurden. Insgesamt ergibt sich eine anteilige Reduktion des TWC von 13,1% der Umsatzerlöse zum Ende des GJ24 auf 12,7% zum Ende des GJ25 und weiter auf 12,1% zum Ende des GJ31. Ein geringeres TWC-Niveau wirkt sich werterhöhend aus, da weniger finanzielle Mittel gebunden werden.

343 Für den Übergangszeitraum und den Zeitraum der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin eine weitere anteilige (und absolute) Reduktion des TWC angenommen. Diese ergibt sich aus einem niedrigeren Vorratsbestand, der durch den geringeren Wareneinkauf in der Ewigen Rente bedingt ist.

Operative Kasse

344 Die Bewertungsgutachterin hat auf den Ansatz eines operativ gebundenen Kassenbestands verzichtet. Dies wirkt sich zum Vorteil der außenstehenden Aktionäre aus und ist nicht zu beanstanden.

4.5.4 Finanzergebnis

345 Die Netto-Finanzverbindlichkeiten umfassen i.W. die Kaufpreisverbindlichkeiten und den überschüssigen Kassenbestand der Vectron Systems-Gruppe. Nachfolgende Tabelle fasst den Verlauf der Netto-Finanzverbindlichkeiten und die Berechnung des Finanzergebnisses im Planungszeitraum GJ25-31 und den Jahren danach zusammen.

Tabelle 12: Vectron Systems-Gruppe – Finanzergebnis

EUR Mio.	Ist PF GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Trans GJ32	TV GJ33ff.
Netto-Finanzverbindl.	(5,2)	1,7	2,0	(0,8)	(0,2)	0,3	(0,9)	(3,1)	(4,2)	(4,3)
Kaufpreisverbindlichkeiten	10,2	10,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontokorrent	-	-	2,0	(0,0)	-	0,3	-	-	(0,0)	-
Kasse, überschüssig	(15,4)	(8,6)	-	(0,8)	(0,2)	-	(0,9)	(3,1)	(4,2)	(4,3)
Finanzergebnis		0,1	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,0)	0,0	0,1	0,1	0,1
Kaufpreisverbindlichkeiten		(0,1)	(0,1)	-	-	-	-	-	-	-
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten		-	(0,0)	(0,1)	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	0,0
Kasse, überschüssig		0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Netto-Finanzverbindlichkeiten

346 Die Kaufpreisverbindlichkeiten (Earn-out) im Zusammenhang mit der Akquisition der acardo im GJ23 sollen im GJ26 (nach der Feststellung des Ergebnisses aus GJ25) beglichen werden. Die Bewertungsgutachterin hat die zum Ende des GJ24 passivierten Kaufpreisverbindlichkeiten dahingehend angepasst, dass diese den erwarteten Mittelabfluss im GJ26 widerspiegeln.

347 Der Kontokorrent-Kredit stellt einen Ausgleichsposten zur Zwischenfinanzierung der Rückzahlung der Kaufpreisverbindlichkeiten im GJ26 und der Investitionen im GJ29 dar. Die Kontokorrent-Verbindlichkeiten werden jeweils im Folgejahr zurückgezahlt und fließen nicht in die Ewige Rente ein.

348 Der überschüssige Kassenbestand i.H.v. EUR 15,4 Mio. (angepasst um den Kapitalzufluss i.H.v. EUR 0,1 EUR Mio. durch die Ausübung von 10 Tsd. Mitarbeiteraktioptionen zu einem Ausübungspreis von je EUR 10,33 im GJ25) zu Beginn des Planungszeitraums wird im

Rahmen der Begleichung der Kaufpreisverbindlichkeiten sowie der Anfang 2025 beglichenen Rückzahlung eines zuvor gewährten Werbekostenzuschusses an den früheren Kooperationspartner Epay i.H.v. EUR 4,0 Mio. im GJ26 vollständig aufgebraucht.

- 349 Für den Übergangszeitraum bzw. die Ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin keine Ausschüttung der überschüssigen Kasse angenommen und diese stattdessen in die Netto-Finanzverbindlichkeiten einfließen lassen. Dies führt zu einem geringeren Verschuldungsgrad und niedrigeren Kapitalkosten in der Ewigen Rente, die sich werterhöhend auswirken. Eine Ausschüttung der überschüssigen Kasse würde (ceteris paribus) zu einem geringfügig niedrigeren Unternehmenswert führen. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

Finanzergebnis

- 350 Das Finanzergebnis resultiert aus dem Bestand der Netto-Finanzverbindlichkeiten und den zugrundeliegenden Zinssätzen. Aufgrund des geringen Bestands der Netto-Finanzverbindlichkeiten (bzw. der überschüssigen Kasse) ergibt sich hieraus kein signifikanter Ergebnisbeitrag.

EBT

- 351 Ausgehend vom EBITDA ergibt sich nach Abzug der Abschreibungen und des Finanzergebnisses das EBT. Nachfolgende Tabelle fasst die Berechnung des Vorsteuerergebnisses zusammen.

Tabelle 13: Vectron Systems-Gruppe – Vorsteuerergebnis

EUR Mio.	Ist PF GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Trans GJ32	TV GJ33ff.
EBITDA	0,7	2,6	6,5	11,2	13,9	17,5	20,4	22,8	22,2	22,4
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>1,8%</i>	<i>6,1%</i>	<i>14,0%</i>	<i>21,6%</i>	<i>26,1%</i>	<i>30,8%</i>	<i>34,0%</i>	<i>36,2%</i>	<i>35,4%</i>	<i>35,4%</i>
Abschreibungen	(1,3)	(1,4)	(2,2)	(3,1)	(4,2)	(5,4)	(6,6)	(7,8)	(7,5)	(7,6)
EBIT	(0,6)	1,2	4,4	8,1	9,7	12,1	13,8	15,0	14,7	14,8
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>(1,4%)</i>	<i>2,8%</i>	<i>9,3%</i>	<i>15,6%</i>	<i>18,2%</i>	<i>21,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,9%</i>	<i>23,4%</i>	<i>23,4%</i>
Finanzergebnis	0,1	0,1	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,0)	0,0	0,1	0,1	0,1
Bereinigungen/Umkehrungen	(1,5)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	(1,9)	1,3	4,4	8,1	9,7	12,1	13,8	15,1	14,8	14,9

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

4.5.5 Unternehmensteuern

- 352 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Ertragsteuern im Zeitraum GJ25-33ff.

Tabelle 14: Vectron Systems-Gruppe – Unternehmensteuern

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Trans GJ32	TV GJ33ff.
EBT	1,3	4,4	8,1	9,7	12,1	13,8	15,1	14,8	14,9
Ertragsteuern	(1,2)	(1,4)	(2,0)	(2,2)	(2,6)	(2,8)	(3,1)	(4,9)	(4,9)
<i>Effektiver Konzernsteuersatz</i>	<i>85,9%</i>	<i>32,2%</i>	<i>24,5%</i>	<i>23,1%</i>	<i>21,2%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,8%</i>	<i>32,8%</i>	<i>32,8%</i>
Konzernjahresergebnis	0,2	3,0	6,1	7,5	9,5	11,0	11,9	9,9	10,0

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 353 Die Ertragsteuern in den GJ25-33ff. spiegeln den zahlungswirksamen Steueraufwand („Cash-Steuer“) ohne die Berücksichtigung von Steuerlatenzen wider.

- 354 Die Steuerplanung der Gesellschaft wurde auf Ebene der beiden Geschäftsbereiche erstellt und berücksichtigt i) Hinzurechnungen nach § 8 GewStG (wertmindernd), ii) nicht abzugsfähige Betriebsausgaben (wertmindernd), iii) steuerliche Verlustvorträge (werterhöhend) und iv) sonstige Anpassungen der Bemessungsgrundlage (werterhöhend).

- 355 Im GJ25 ergibt sich ein rechnerischer Konzernsteuersatz i.H.v. 85,9% aufgrund des niedrigen Vorsteuerergebnisses (Verlustsituation im Segment „POS-Systeme“) bei gleichzeitiger Steuerbelastung des profitablen Segments „Cashback und Couponing“.

- 356 In den GJ26-31 sind niedrigere effektive Konzernsteuerquoten zu beobachten. Diese sind auf die steigenden Ergebnisbeiträge des Segments „POS-Systeme“ und die Nutzung der steuerlichen Verlustvorträge zurückzuführen. Im Übergangsjahr bzw. der Ewigen Rente ergibt

sich (nach dem vollständigen Verbrauch der steuerlichen Verlustvorträge im GJ31) eine nachhaltige Konzernsteuerquote i.H.v. 32,8%.

357 Der Anteil an der nicht konsolidierten Tochtergesellschaft Vectron America wurde im GJ25 veräußert und dementsprechend nicht in der Steuerplanung berücksichtigt.

358 Die Bewertungsgutachterin hat steuerrelevante Sachverhalte angemessen berücksichtigt. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

4.5.6 Nettoeinnahmen

359 Nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse bzw. Nettoeinnahmen im Detailplanungszeitraum GJ25-31, der Übergangsphase GJ32 und der Ewige Rente zusammen.

Tabelle 15: Vectron Systems-Gruppe – Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Trans GJ32	TV GJ33ff.
Konzernjahresergebnis	0,2	3,0	6,1	7,5	9,5	11,0	11,9	9,9	10,0
Ausschüttung	-	-	-	3,4	4,3	4,9	5,4	4,5	4,5
(Wachstums-)Thesaurierung	0,2	3,0	6,1	2,1	3,2	4,0	4,4	0,0	0,0
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	-	-	-	2,1	2,1	2,1	2,1	5,4	5,5
<i>Ausschüttungsquote</i>	- %	- %	- %	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Ausschüttung aus steuerl. Einlagekonto	-	-	-	(3,4)	(4,3)	-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	-	-	-	-	-	(1,3)	(1,4)	(1,2)	(1,2)
Kursgewinnbesteuerung	-	-	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,1)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,7)	(0,7)
Nettoeinnahmen	-	-	-	5,1	6,1	5,5	5,8	7,9	8,0

Quelle: A&M Analyse

360 Zur Finanzierung des Unternehmenswachstums in den GJ25-27 hat die Bewertungsgutachterin eine vollständige Thesaurierung des Konzernjahresergebnisses angenommen. Für die Folgejahre GJ28-31 wurde eine Ausschüttungsquote i.H.v. 45% anhand des für die Peer Group beobachteten Niveaus angenommen. Da für die acardo bereits ab 2028 ein eingeschwungener Zustand unterstellt wird, während die Vectron Systems AG diesen erst im Jahr 2032 erreichen soll, ergeben sich die geplanten Ausschüttungen für GJ28-31 aus der für die Vectron Systems AG angenommenen Ergebnisthesaurierung und einer für die acardo angenommenen Ausschüttungsquote i.H.v. 45%. Die festgelegte Ausschüttungsquote i.H.v. 45% entspricht den in der Fachliteratur empfohlenen Bandbreiten und wird auch in der Rechtsprechung anerkannt.

361 Im Segment „POS-Systeme“ wurden die einbehaltenen Mittel zur Finanzierung des weiteren Unternehmenswachstums thesauriert („Thesaurierung“); im Segment „Couponing und Cashback“ erfolgte eine fiktive Hinzurechnung („Wertbeitrag aus Thesaurierung“). Ab dem Übergangsjahr erfolgte eine vollständige fiktive Hinzurechnung der einbehaltenen Mittel.

362 Die Wachstumsthesaurierung in der Ewigen Rente bildet ab, dass das Wachstum der GuV-Posten und des Nettovermögens i.H.v. 1,0% finanziert werden muss.

363 Beim Wertbeitrag aus Thesaurierung handelt es sich um eine fiktive Zurechnung der einbehaltenen Gewinne bzw. um eine wertneutrale Wiederanlage der Ergebnisse vor persönlichen Einkommensteuern.

364 Von der Unternehmensbewertungstheorie und -praxis sowie der Rechtsprechung ist die Notwendigkeit der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern allgemein anerkannt. Daher sind die wertrelevanten steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes im Bewertungskalkül sachgerecht zu typisieren.⁵⁹

365 In Übereinstimmung mit den Empfehlungen des IDW ist die Bewertungsgutachterin grundsätzlich von der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ausgegangen.⁶⁰ Gemäß dem seit 2009 in Deutschland

⁵⁹ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 43.

⁶⁰ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 31, 46.

geltenden Abgeltungsteuersystem sind die Ausschüttungen mit dem Steuersatz i.H.v. 26,38%⁶¹ zu besteuern. Für den Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde der hälftige Steuersatz veranschlagt. Ebenso wurden die Kursgewinne in der Ewigen Rente mit dem hälftigen Steuersatz besteuert. Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto wurden steuerfrei gestellt. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

⁶¹ Abgeltungssteuer i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag.

4.6 Kapitalisierungszinssatz

- 366 Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen.
- 367 Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den quasi-sicheren Basiszinssatz abgelden (die sog. Risikozuschlagsmethode).⁶² Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlagerisiko) eingehen, ist ein Zuschlag zum Kapitalmarktzins notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
- 368 Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Markttrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das Tax-CAPM herangezogen.
- 369 Das Tax-CAPM erweitert das nach der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannte CAPM um die explizite Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags. Die Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um persönliche Ertragsteuern ist nötig, weil im Falle der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern vermindert werden und dementsprechend der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls nach Abzug der persönlichen Ertragsteuern anzusetzen ist.
- 370 Auf der Grundlage des Tax-CAPM ergeben sich die Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern ($k_{EK \text{ nach pers. Steuern}}$) als Summe aus dem risikofreien Basiszinssatz (r_f) nach Steuern und der unternehmensspezifischen Risikoprämie, die durch Multiplikation des unternehmensspezifischen Betafaktors ($\beta_{versch.}$) mit der Markttrisikoprämie nach Steuern ($MRP_{nach \text{ pers. Steuern}}$) ermittelt wird:

$$k_{EK \text{ nach pers. Steuern}} = r_f \cdot (1 - s) + MRP_{nach \text{ pers. Steuern}} \cdot \beta_{versch.}$$

mit s – typisierter Steuersatz.

- 371 Durch die explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern im Tax-CAPM führt dessen Anwendung im Rahmen der Bewertung zu einer realitätsgerechten Abbildung steuerlicher Zusammenhänge. Das Tax-CAPM ist sowohl in der Wissenschaft als auch unter Bewertungspraktikern allgemein anerkannt und wird auch in der Rechtsprechung akzeptiert.
- 372 Im Folgenden wird die Ermittlung der Parameter Basiszins, Markttrisikoprämie und Betafaktor erläutert und Stellung zur Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin angesetzten Parameter der Kapitalkosten genommen.

4.6.1 Basiszinssatz

- 373 Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Die Ermittlung des quasi-risikolosen Basiszinses im Rahmen der objektivierte Unternehmensbewertung erfolgt anhand der Zinsstrukturkurven. Die Zinsstrukturkurve beschreibt den Zusammenhang zwischen den

⁶² Alternativ kann die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (die sog. Sicherheitsäquivalenzmethode) erfasst werden.

- Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Mit Blick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Bundesanleihen weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.
- 374 Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode. Die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellten Zinsstrukturdaten ermöglichen die Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum. Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wäre als Basiszinssatz gemäß dem Prinzip der Laufzeitäquivalenz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen. Da solche Ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze auf den Zerobond-Zinssatz mit der längsten verfügbaren Restlaufzeit abgestellt werden.
- 375 Zur Glättung von Schwankungen können die durchschnittlichen Zinsstrukturdaten für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate verwendet werden.
- 376 Bei unmittelbarer Heranziehung der Zinsstrukturkurve ist der geplante finanzielle Überschuss eines jeden Jahres mit dem entsprechenden laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann aber bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen finanzmathematisch auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden, der zum gleichen Ergebnis führt. Der so ermittelte barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW auf 1/4%-Punkte und – bei einem Basiszinssatz von weniger als 1,0% – auf 1/10%-Punkte gerundet.
- 377 Die Bewertungsgutachterin hat den Basiszinssatz auf Grundlage von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleitet und über einen 3-Monats Zeitraum vor dem Tag der Unterzeichnung ihrer Gutachtlichen Stellungnahme geglättet. Der errechnete gerundete barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz beträgt nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin 2,75% vor Steuern und rund 2,02% nach persönlichen Einkommensteuern.
- 378 Wir haben die Ableitung des barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen.
- 379 Wir halten den von der Bewertungsgutachterin angesetzten risikolosen Basiszinssatz i.H.v. 2,75% vor persönlichen Ertragsteuern und 2,02% nach persönlichen Ertragsteuern für sachgerecht und angemessen.

4.6.2 Marktrisikoprämie

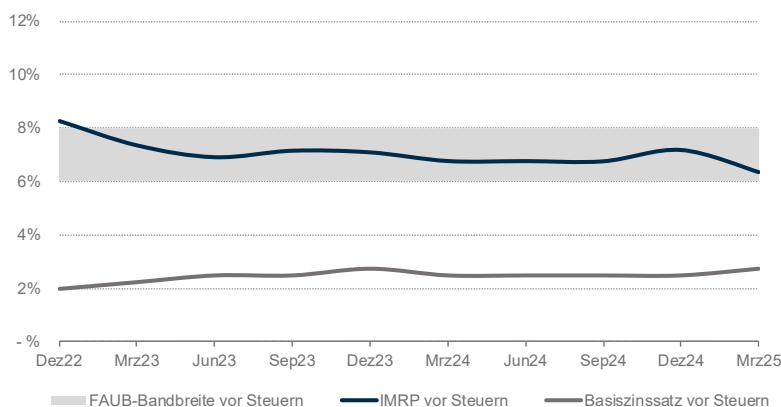
Die Empfehlung des FAUB

- 380 Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere.
- 381 Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW veröffentlicht regelmäßig Empfehlungen zur Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie. Die Bandbreitenempfehlungen des FAUB basieren auf einem pluralistischen Ansatz, dem historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie ex-ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien zugrunde liegen.
- 382 In seiner Sitzung am 22.10.2019 hat der FAUB beschlossen, seine bisherige Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00% bis 8,00% anzuheben. Dies führt zu einer entsprechenden leichten Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5,00% bis 6,50% (vgl. *Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB 25.10.2019*).
- 383 Mit der Veröffentlichung des FAUB zu *Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen* vom 25.03.2020 sowie zu *Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen* vom 20.03.2022 wurde der Ansatz der o.g. Bandbreite der Marktrisikoprämie nochmals bestätigt.

Ableitung impliziter Marktrisikoprämien vor Steuern

- 384 Da Unternehmensbewertungen zukunftsorientiert erfolgen, erachten wir ex ante-Analysen für die Ableitung impliziter (erwarteter) Aktienrenditen und damit entsprechender Marktrisikoprämien als aussagekräftiger im Vergleich zu ex post-Analysen. Diese Modelle ermöglichen eine stichtagsbezogene zukunftsorientierte Ableitung der Marktrisikoprämie unter der Berücksichtigung der erwarteten Renditen und der Interdependenzen der jeweiligen Renditebestandteile (Basiszinssatz und Risikoprämien).
- 385 Das von A&M entwickelte Modell zur Ableitung impliziter Marktrisikoprämien setzt die Marktkapitalisierung der betrachteten Unternehmen mit den Unternehmenswerten dieser Unternehmen gleich. Die Unternehmenswerte der betrachteten Unternehmen werden im Rahmen der Berechnungen basierend auf Konsensprognosen zukünftiger Dividenden für jedes Unternehmen abgeleitet. Die Summe der erwarteten Dividenden wird mit einem für alle Unternehmen einheitlichen Kapitalkostensatz diskontiert, der die Summe der Barwerte der erwarteten Cashflows mit der Gesamtmarktkapitalisierung gleichsetzt. Dieser Zinssatz wird iterativ ermittelt und reflektiert die erwartete Aktienrendite vor Einkommensteuern. Bei Abzug des risikolosen Zinssatzes ergibt sich die Marktrisikoprämie vor Einkommensteuern. Wird hingegen die erwartete Aktienrendite um Effekte aus Einkommensteuern und in einem zweiten Schritt um den risikolosen Zinssatz nach Einkommensteuern gekürzt, resultiert aus dieser Berechnung die implizite Marktrisikoprämie nach Einkommensteuern.⁶³
- 386 Die von uns ermittelte Marktrisikoprämie reagiert sensitiv auf die Verwendung der nachhaltigen Wachstumsrate in der Ewigen Rente. Je niedriger die Wachstumsrate in der Ewigen Rente ist, desto niedriger ist auch die ermittelte Marktrisikoprämie. In Einklang mit der überwiegenden Anzahl der durchgeführten Unternehmensbewertungen bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen haben wir die Wachstumsrate der Ewigen Rente für unser Modell mit 1,00% angesetzt.
- 387 Unsere Ergebnisse für die Marktrisikoprämie vor Steuern anhand des CDAX für den Zeitraum vom Dezember 2022 bis einschließlich März 2025 sind in der folgenden Abbildung zusammengefasst:

Abbildung 17: Implizite Marktrisikoprämie vor Steuern (CDAX)



Quelle: S&P Capital IQ; IMF; A&M Analyse.

- 388 Wie der Abbildung zu entnehmen ist, befand sich die anhand des CDAX ermittelte implizite Marktrisikoprämie vor Steuern bis ungefähr Anfang 2023 oberhalb und seit Anfang 2023 im Korridor der aktuellen FAUB-Empfehlung.

Ableitung impliziter Marktrisikoprämien nach Steuern

- 389 Für die Ableitung der Kapitalkosten nach Einkommensteuern wird die erwartete Aktienrendite in eine Kursgewinnrendite (50%) und eine Dividendenrendite (50%) aufgeteilt. Der FAUB geht von einer Steuerbelastung der Dividenden i.H.v. 26,38% aus. Die Steuerbelastung auf Kursgewinne wird wiederum vereinfachend mit dem hälftigen Steuersatz für die Dividenden

⁶³ Vgl. Laas/ Makarov: Die Berechnung impliziter Marktrisikoprämien in Zeiten von Krisen, in: WPg 2020, S. 982 ff.

angesetzt. Der niedrigere Steuersatz für Kursgewinne ergibt sich aus der Annahme, dass Kursgewinne erst bei Veräußerung realisiert werden und damit teilweise einem erheblichen Zeitverzug unterliegen. Es ergibt sich eine Einkommensteuerbelastung der impliziten Vorsteuer-Rendite aus Aktien i.H.v. 19,78%.

- 390 Die vom FAUB empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern liegt zwischen 5,00% und 6,50%. Üblicherweise wird bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen der Mittelpunkt der vom FAUB empfohlenen Bandbreite i.H.v. 5,75% verwendet.
- 391 Der FAUB verwendet bei der Ableitung seiner Bandbreitenempfehlung nicht nur implizite Marktrisikoprämien, sondern verfolgt einen pluralistischen Ansatz. Wir halten vor dem Hintergrund unserer Analysen den Ansatz einer Marktrisikoprämie i.H.v. 5,75% für sachgerecht.

Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

- 392 Im vorliegenden Fall hat die Bewertungsgutachterin die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75% festgelegt. Diese entspricht dem Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite nach Steuern, der in den meisten Fällen bei den Bewertungen im Rahmen der aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen wird. Aufgrund der eigenen oben beschriebenen Analysen erachten wir eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75% als angemessen.

4.6.3 Betafaktor

- 393 Die Risikoprämie muss auf die Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens angepasst werden. Im Rahmen des CAPM geschieht dies mithilfe des sog. Betafaktors. Der Betafaktor ist das Maß für die Sensitivität der Unternehmensrendite gegenüber den Veränderungen der Gesamtmarktrendite. Er beschreibt, inwiefern der Aktienkurs die Wertentwicklung eines Marktindex nachvollzieht, der das Marktportfolio repräsentiert. Der Betafaktor reflektiert das durch die Wertpapiermischung nicht eliminierbare, sog. systematische, Risiko einer Investition im Verhältnis zur Investition in das Marktportfolio. Er wird wie folgt ermittelt:

$$\beta_i = \frac{cov(r_M, r_i)}{Var(r_M)}$$

- mit β_i – der unternehmensspezifische Betafaktor,
 r_i – Aktienrendite,
 r_M – Marktrendite bzw. Rendite eines Aktienindexes,
 $Var(r_M)$ Varianz der Marktrenditen bzw. Varianz der Renditen des Aktienindexes.

- 394 Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass die Rendite der betrachteten Aktie überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert. Ein Betafaktor von eins besagt, dass die Rendite der Aktie in gleichem Maße wie der Markt schwankt. Ein positiver Betafaktor kleiner eins drückt aus, dass die Rendite der Aktie zwar in die gleiche Richtung wie die Marktrendite schwankt, aber unterproportional auf deren Änderungen reagiert.
- 395 Für die Unternehmensbewertung sind zukunftsorientierte Betafaktoren relevant. In der Bewertungspraxis erfolgt aber die Schätzung des künftigen Betafaktors aus den historischen Kapitalmarktdaten.
- 396 Für börsennotierte Unternehmen können grundsätzlich unternehmenseigene Betafaktoren auf Basis von am Kapitalmarkt beobachteten Renditen hergeleitet werden. Auch in der Rechtsprechung wird der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors oftmals Vorrang vor der Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer Group eingeräumt. Die unternehmenseigenen Betafaktoren werden anhand einer linearen Regression mit unternehmensspezifischen Aktienrenditen als abhängige Variable und den Renditen eines Aktienindexes als unabhängige Variable ermittelt. Falls der historische unternehmenseigene Betafaktor nicht existiert, nicht verlässlich ermittelt werden kann oder sich für die Prognose des künftigen Betafaktors nicht eignet, wird der Betafaktor anhand einer Gruppe der Vergleichsunternehmen geschätzt.

397 Die empirisch gewonnenen Betafaktoren der Vergleichsunternehmen stellen die sog. verschuldeten (oder levered) Betas dar, die neben dem Geschäftsrisiko das durch den Verschuldungsgrad der Unternehmen beeinflusste Kapitalstrukturrisiko ausdrücken. Um Unternehmen mit verschiedenen Kapitalstrukturen vergleichen zu können, werden die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen unter Berücksichtigung deren individueller Verschuldungsgrade in die unverschuldeten (oder unlevered) Betas überführt. Hierzu wurden in Literatur und Praxis unterschiedliche Anpassungsformeln entwickelt. Die erhaltenen unverschuldeten Betafaktoren werden anschließend zu einem unlevered Betafaktor verdichtet. Dieser wird mit dem Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens „relevered“, um zum gesuchten verschuldeten Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens zu gelangen.

398 Im Folgenden beschreiben wir zunächst die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin bei der Ableitung des Betafaktors. Danach gehen wir auf unsere Feststellungen bei der Überprüfung des Betafaktors ein, den die Bewertungsgutachterin für die Vectron Systems AG ermittelt hat.

Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

399 Da die Aktie der Vectron Systems AG börsennotiert ist, hat die Bewertungsgutachterin zunächst den unternehmenseigenen Betafaktor analysiert. Hierzu wurden die Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg herangezogen. Die Bewertungsgutachterin hat festgestellt, dass die Aktien der Vectron Systems AG nicht liquide sind. Infolgedessen konnte im Ergebnis kein aussagekräftiger und unverzerrter empirischer Betafaktor aus den Handelsdaten der Vectron Systems-Aktie abgeleitet werden.

400 Aus diesem Grund hat die Bewertungsgutachterin den Betafaktor für die Bewertung der Vectron Systems-Gruppe anhand einer Gruppe von Vergleichsunternehmen ermittelt. Hierzu hat sie ebenfalls auf Kapitalmarktdaten von Bloomberg zurückgegriffen. Die Bewertungsgutachterin leitete die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen auf monatlicher Basis für einen Fünf-Jahres-Zeitraum (März 2020 bis Februar 2025) und auf wöchentlicher Basis für einen Zwei-Jahres-Zeitraum (März 2023 bis März 2025) ab. Als Referenzindizes wurden der MSCI World Total Return Index für das globale CAPM und repräsentative lokale Indizes für das lokale CAPM verwendet.

401 Auf Basis der vorgenommenen Analysen hat die Bewertungsgutachterin ihrer Bewertung einen unverschuldeten Betafaktor von 1,1 zugrunde gelegt.

402 Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors sowie die Ableitung des Betafaktors auf Basis der Vergleichsunternehmen anhand eigener Analysen untersucht.

Unternehmenseigener Betafaktor

403 Eine wichtige Voraussetzung zur Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors besteht in der Heranziehung nicht verzerrter Marktdaten. Die Vorbedingung hierzu ist zum einen die regelmäßige Publizität kapitalmarktrelevanter Informationen und zum anderen eine effiziente Verarbeitung der veröffentlichten kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen.

404 Wir haben die Effizienz der Informationsverarbeitung, die u.a. die zeitnahe Anpassung der Aktienkurse an Änderungen der Rahmenbedingungen beschreibt, anhand der Liquiditätskennzahlen beurteilt. Im Kontext der Betaermittlung gehören hierzu insbesondere:

- (i) die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wird,
- (ii) das Handelsvolumen,
- (iii) der Handelsumsatz,
- (iv) der Streubesitz (Free Float),
- (v) das Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz und die Handelsquote,
- (vi) die Geld-Brief-Spannen (auch Bid-Ask-Spread (BAS) genannt) sowie
- (vii) Kriterien zur Bestimmung der Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO.

405 Die Ergebnisse der von uns durchgeführten Liquiditätsanalyse sind für die Zeiträume von fünf und zwei Jahren vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Tabelle 16: Liquiditätsanalyse der Aktie der Vectron Systems AG

Kennzahl / Kriterium	Einheit	2 Jahre v. Bekanntgabe	5 Jahre v. Bekanntgabe
Handelstage			
Mögliche Handelstage	Tage	513	1.274
Handelstage mit Handelsvolumen > 0 in % der möglichen Handelstage	Tage %	506 98,6%	1.267 99,5%
Tägliches Handelsvolumen			
Min	Stück	4	4
Max	Stück	321.477	321.477
Durchschnitt	Stück	13.298	20.038
Täglicher Handelsumsatz			
Min	EUR	13,50	13,50
Max	EUR	3.318.478	3.318.478
Durchschnitt	EUR	100.634	189.674
Streubesitz (Free Float)			
Ø-Streubesitz in % der ausstehenden Aktien	%	58,63%	55,45%
Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote			
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,28%	0,45%
Handelsquote	%	0,16%	0,25%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)			
Durchschnitt (alle Börsen)	%	3,60%	3,04%
Median (alle Börsen)	%	3,88%	2,89%
Durchschnitt (nur XETRA)	%	2,63%	1,94%
Median (nur XETRA)	%	2,49%	1,40%
Anzahl der Tage, an denen (nur XETRA)			
BAS > 1,00%	Tage	407	889
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	79%	70%
BAS > 2,00%	Tage	305	429
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	59%	34%
Kriterien zur Bestimmung der Marktengemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO			
Handelstage mit Handelsvolumen > 0	%	98,6%	99,5%
Anzahl der Sprünge von +/- 5% davon nacheinander	-	49 8	163 26
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO	-	nein	nein

Quelle: Bloomberg, S&P Global Market Intelligence.

406 Wie aus der obigen Tabelle ersichtlich, sind die Kriterien zur Bestimmung der Marktengemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO in keiner der betrachteten Perioden bei der Vectron Systems AG kumulativ erfüllt:

- (i) Der Handel mit den Aktien der Vectron Systems AG fand an 98,6% der Börsentage bei der Zwei-Jahres-Betrachtung und an 99,5% der Börsentage bei der Fünf-Jahres-Betrachtung statt.
- (ii) Gemäß unseren Analysen wurden in einem 5-Jahres-Zeitraum 163 Kurssprünge von über 5%, davon 26 Kurssprünge an nacheinander folgenden Tagen, und in einem 2-Jahres-Zeitraum 49 Kurssprünge von über 5%, davon 8 Kurssprünge an nacheinander folgenden Tagen, beobachtet.

407 Jedoch weisen die ermittelten Liquiditätskennzahlen auf die Illiquidität der Aktien der Vectron Systems AG hin. Die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen an den Handelstagen betragen bei der Fünf-Jahres-Betrachtung 3,04% bei Betrachtung aller Börsen (1,94% bei XETRA) und steigen bei der Zwei-Jahres-Betrachtung auf 3,60% bei Betrachtung aller Börsen (2,63% bei

XETRA).⁶⁴ Es existiert zwar keine allgemein anerkannte, einheitliche Grenzwelle für die Geld-Brief-Spanne, deren Überschreitung eindeutig auf die Illiquidität des Wertpapiers hindeutet. In der Rechtsprechung werden aber bereits Geld-Brief-Spannen von deutlich unter 2,0% als Zeichen mangelnder Liquidität gesehen.⁶⁵

408 Im Ergebnis halten wir für sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin von der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors der Vectron Systems AG abgesehen hat.

Ableitung des Betafaktors auf Basis der Vergleichsgruppe

409 Da im vorliegenden Fall der eigene Betafaktor der Vectron Systems AG infolge der eingeschränkten Liquidität der Aktie nicht zur Anwendung kommen konnte, wurde der Betafaktor anhand einer Peer Group geschätzt. Diese Vorgehensweise steht im Einklang mit den Vorgaben des IDW S 1 und ist auch in der Fachliteratur anerkannt.⁶⁶ Die Bildung der Peer Group wurde im Abschnitt 4.2.4 erläutert.

410 Zur Ableitung des Peer Group-Betafaktors haben wir sowohl einen 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) als auch einen 5-jährigen Regressionszeitraum mit monatlichen Renditen (60 Datenpunkte⁶⁷) analysiert. Als Referenzindizes wurden die folgenden Indizes herangezogen:

- MSCI World Index sowie
- der jeweils breiteste lokale Aktienindex.⁶⁸

411 Die im Rahmen der Regression ermittelten verschuldeten Betafaktoren wurden unter Berücksichtigung der jeweiligen Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen im Regressionszeitraum in unverschuldete Betafaktoren überführt. Zur Überführung der verschuldeten in die unverschuldeten Betafaktoren haben wir die sog. Harris-Pringle-Anpassung herangezogen. Die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

⁶⁴ Werden in die Betrachtung die Geld-Brief-Spannen an den Tagen ohne Handel, aber mit festgestellten Kursen einbezogen, erhöht sich die Geld-Brief-Spanne in der Zwei-Jahres-Betrachtung auf 3,62% bei Betrachtung aller Börsen und in der Fünf-Jahres-Betrachtung auf 3,05% bei Betrachtung aller Börsen.

⁶⁵ 1,25% als Obergrenze - LG München I, Beschluss v. 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/1, Rn. 149 (zit. nach Bayern.Recht); bei 1,56% und 1,88% kein hinreichend liquider Handel – OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2015, Az. 21 W 26/13, Rn. 55 (zit. nach LaReDa); bei 1,59% und 1,60% mangelnde Liquidität – LG München I, Beschluss v. 08.02.2017, Az. 5 HK 7347/15, Rn. 134 (zit. nach openjur); bei über 1,63% mangelnde Liquidität – LG München I, Beschluss v. 02.12.2016, Az. 5 HK 5781/15, Rn. 152 (zit. nach openjur); bei 1,70% fehlende Liquidität – LG Stuttgart, Beschluss v. 05.11.2012, Az. 31 O 55/08 KfH, Rn. 120 (zit. nach Landesrechtsprechungsdatenbank Baden-Württemberg); bei 1,88% Illiquidität der Aktie – OLG Düsseldorf, Beschluss v. 22.03.2018, Az. 26 W 20/14, Rn. 103 (zit. nach juris); bei deutlich über 2,00% erhebliche Bedenken an der Liquidität - OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2017, Az. 21 W 75/15, Rn. 40 (zit. nach openjur).

⁶⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 121; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., NWB, Herne 2019, S. 454 f.; Ihlau/Duscha: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2. Aufl., Springer Gabler, Wiesbaden 2019, S. 217.

⁶⁷ Die Anzahl der verfügbaren Datenpunkte für Nayax, Shift4 und Toast im Fünf-Jahres-Zeitraum beträgt 45, 56 bzw. 41.

⁶⁸ Für Global, Groupon, Shift4, und Toast (USA) – S&P 500, für Lightspeed (Kanada) – S&P/TSX Composite Index, für Edenred (Frankreich) – CAC AllShares Index, für Nayax (Israel) – TA-125 Index, für Smaregi (Japan) – TOPIX Index.

Tabelle 17: Unverschuldete Betafaktoren der Vergleichsunternehmen (zum 14.03.2025)

Peer-Unternehmen	R ² Global		R ² Lokal		Beta Global		Beta Lokal		Ø
	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	
Edenred	19,3%	2,1%	25,6%	15,4%	0,7	Insig.	0,6	0,7	0,7
Global	28,1%	16,5%	27,6%	16,0%	0,9	0,7	0,8	0,6	0,8
Groupon	9,8%	9,4%	7,3%	7,9%	1,6	2,1	1,2	1,8	1,7
Lightspeed	38,0%	21,9%	42,0%	22,5%	2,8	1,9	2,7	2,0	2,4
Nayax *	9,2%	2,9%	9,1%	12,2%	1,1	Insig.	0,9	0,8	0,9
Shift4 *	19,6%	35,6%	28,4%	37,3%	1,4	2,0	1,5	1,9	1,7
Smaregi	11,8%	2,6%	4,2%	12,9%	1,2	Insig.	Insig.	1,0	1,1
Toast *	37,4%	24,7%	33,7%	19,0%	2,6	2,1	2,0	1,7	2,1
Mittelwert	21,6%	14,5%	22,2%	17,9%	1,5	1,8	1,4	1,3	1,4
Median	19,4%	13,0%	26,6%	15,7%	1,3	2,0	1,2	1,4	1,4

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

* seit weniger als 5 Jahren börsennotiert

Anmerkung: HighCo SA wurde aufgrund mangelnder Aktienliquidität bei der Ableitung der Betafaktoren nicht berücksichtigt (siehe Kapitel 4.2.4).

- 412 Wie aus Tabelle 17 hervorgeht, ergibt sich aus dem Durchschnitt der unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group über die vier Berechnungsweisen eine Bandbreite zwischen 1,3 und 1,8. Bei Betrachtung des Medians ergibt sich eine Bandbreite des unverschuldeten Betafaktors zwischen 1,2 und 2,0.
- 413 Unsere Analysen ergeben, dass die Bandbreiten des unverschuldeten Betafaktors stets über den von der Bewertungsgutachterin angesetzten unverschuldeten Betafaktor von 1,1 liegen. Wir erachten daher den durch die Bewertungsgutachterin der Bewertung zugrunde gelegten Betafaktor vorteilhaft im Sinne der außenstehenden Aktionäre.⁶⁹

4.6.4 Wachstumsabschlag

- 414 Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert zum einen aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage und zum anderen organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet.
- 415 Für die Phase der ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im sog. Wertbeitrag aus Thesaurierungen in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüber hinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der Ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Dieser Wachstumsabschlag soll das inflationsbedingte Gewinnwachstum, das im langfristigen Mittel erwartet wird, zum Ausdruck bringen. Das inflationsbedingte Wachstum schlägt sich in der GuV über Preissteigerungen der Erträge und Aufwendungen nieder. Das Nettovermögen beinhaltet den inflationsbedingten Preisanstieg der Ersatzinvestitionen und wächst ebenfalls mit der nachhaltigen Wachstumsrate.
- 416 Die Höhe des Wachstumsabschlags ist davon abhängig, inwiefern das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendigerweise mit der Inflationsrate identischen, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben.
- 417 Bei der Ableitung des Wachstumsabschlags für die Vectron Systems-Gruppe haben wir neben den Inflationserwartungen Statistiken und Prognosen zur Entwicklung der Branchen Gastronomie, Bäckereien sowie dem Lebensmitteleinzelhandel analysiert.
- 418 Die Bewertungsgutachterin hat den Wachstumsabschlag i.H.v. 1,0% (vor persönlichen Steuern) angesetzt. Vor dem Hintergrund der durchgeführten Analysen erachten wir den Wachstumsabschlag von 1,0% (vor persönlichen Steuern) für angemessen.

⁶⁹

Im Rahmen der Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts nach dem Multiplikatorverfahren haben wir ein abweichendes Vorgehen gewählt und die Vergleichsunternehmen in die Gruppen POS-Systeme und Couponing- und Cashbacklösungen unterteilt. Die resultierenden Multiplikatoren haben wir mit gleicher Gewichtung berücksichtigt und so den Durchschnitt der Multiplikatorenanalyse zugrunde gelegt. Eine analoge Berechnung für die Bestimmung des unverschuldeten Betafaktors haben wir nachvollzogen. Hieraus ergaben sich keine Abweichungen hinsichtlich der Beurteilung der zuvor abgeleiteten Betafaktoren sowie des seitens der Bewertungsgutachterin angesetzten unverschuldeten Betafaktors.

Ermittlung der Kapitalkosten

419 Die nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der Kapitalkosten der Vectron für den Detailplanungszeitraum sowie für die Ewige Rente auf Basis der zuvor erläuterten einzelnen Komponenten zusammen:

Tabelle 18: Ableitung der Kapitalkosten

	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Trans GJ32	TV GJ33ff.
Basiszinssatz vor pers. Est	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%
Pers. ESt-Satz (inkl. SolZ)	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszinssatz nach pers. ESt	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%
Marktrisikoprämie nach pers. ESt	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta-Faktor unverschuldet	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Verschuldungsgrad zu Periodenbeginn (D/E)	(6,68%)	1,97%	2,23%	(0,79%)	(0,15%)	0,26%	(0,81%)	(2,84%)	(3,77%)
Steuersatz	85,92%	32,19%	24,55%	23,11%	21,17%	20,26%	20,84%	32,82%	32,83%
Beta-Faktor verschuldet	1,03	1,12	1,12	1,09	1,10	1,10	1,10	1,07	1,06
KapZins vor Wachstumsabschlag	7,93%	8,47%	8,49%	8,30%	8,34%	8,37%	8,32%	8,18%	8,12%
Wachstumsabschlag									(1,00%)
Kapitalisierungszinssatz	7,93%	8,47%	8,49%	8,30%	8,34%	8,37%	8,32%	8,18%	7,12%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Abkürzungen: Pers. ESt = Persönliche Ertragsteuer; SolZ = Solidaritätszuschlag; KapZins = Kapitalisierungszinssatz.

4.7 Unternehmensbewertung

4.7.1 Ertragswertermittlung

- 420 Die Bewertungsgutachterin ermittelt den Ertragswert der Vectron Systems-Gruppe aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen, welche sich aus den zu kapitalisierenden Dividenden und den Wertbeiträgen aus Thesaurierung ergeben. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen werden die prognostizierten Ergebnisse von der Bewertungsgutachterin in einem ersten Schritt auf den technischen Bewertungsstichtag, den 1. Januar 2025, diskontiert. Danach wird der so abgeleitete Ertragswert auf den Bewertungsstichtag, den 25. April 2025, aufgezinert.
- 421 Wir haben den Wertansatz der Bewertungsgutachterin rechnerisch nachvollzogen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Ableitung des Ertragswerts der Vectron Systems-Gruppe.

Tabelle 19: Vectron Systems-Gruppe – Ableitung des Ertragswerts

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Plan GJ31	Trans GJ32	TV GJ33ff.
Konzernjahresergebnis	0,2	3,0	6,1	7,5	9,5	11,0	11,9	9,9	10,0
Ausschüttung	-	-	-	3,4	4,3	4,9	5,4	4,5	4,5
(Wachstums-)Thesaurierung	0,2	3,0	6,1	2,1	3,2	4,0	4,4	0,0	0,0
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	-	-	-	2,1	2,1	2,1	2,1	5,4	5,5
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>- %</i>	<i>- %</i>	<i>- %</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>45,0%</i>
Ausschüttung aus steuerl. Einlagekonto	-	-	-	(3,4)	(4,3)	-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	-	-	-	-	-	(1,3)	(1,4)	(1,2)	(1,2)
Kursgewinnbesteuerung	-	-	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,1)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,7)	(0,7)
Nettoeinnahmen	-	-	-	5,1	6,1	5,5	5,8	7,9	8,0
Kapitalisierungszinssatz	7,93%	8,47%	8,49%	8,30%	8,34%	8,37%	8,32%	8,18%	7,12%
Diskontierungsfaktor	1,000	0,927	0,854	0,787	0,727	0,671	0,619	0,572	0,528
Ertragswert	77,8	83,9	91,0	98,8	101,8	104,2	107,5	110,6	111,8
Ertragswert zum 01.01.2025	77,8								
Ertragswert zum 25.04.2025	79,7								

Quelle: A&M Analyse

- 422 Für die Vectron Systems-Gruppe ergibt sich somit zum 1. Januar 2025 ein Ertragswert i.H.v. EUR 77,8 Mio. Nach Aufzinsung zum Bewertungsstichtag, den 25. April 2025, beträgt der Ertragswert EUR 79,7 Mio. vor der Berücksichtigung von Sonderwerten.

4.7.2 Sonderwerte

- 423 Auf Basis des IDW S 1 sind Vermögensteile, die veräußert werden können, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, getrennt zu bewerten. Weiterhin sind sämtliche Vermögenswerte anzusetzen, deren Wertbeiträge nicht in der Planung angemessen reflektiert sind.
- 424 Nachfolgende Tabelle zeigt den Unternehmenswert der Vectron Systems AG unter Berücksichtigung von Sonderwerten und den daraus resultierenden Wert je Aktie.

Tabelle 20: Vectron Systems AG – Unternehmenswert

EUR Mio.	25.04.2025
Ertragswert zum 25. April 2025	79,7
(-) Sonderwert: Mitarbeiteraktienoptionen	(0,9)
Unternehmenswert zum 25. April 2025	78,7
Anzahl der Aktien (Mio.)	8,9
Wert je Aktie (EUR)	8,87

Quelle: A&M Analyse.

- 425 Nach Hinzurechnung des Sonderwerts ergibt sich ein Unternehmenswert der Vectron Systems AG von EUR 78,7 Mio. Unter Berücksichtigung der Anzahl der Aktien im Umlauf von 8,9 Mio. lässt sich ein Wert von EUR 8,87 je Aktie ableiten. Nachfolgend gehen wir auf die Bestimmung der Sonderwerte im Einzelnen ein.

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

426 Nach Auskunft der Gesellschaft verfügt die Vectron Systems-Gruppe über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

Steuerliches Einlagekonto

427 Zum 31. Dezember 2022 bestand für die Vectron Systems AG ein steuerliches Einlagekonto (§27 neu KStG) in Höhe von EUR 20,5 Mio. Die Bewertungsgutachterin hat das steuerliche Einlagekonto in der Ableitung des Ertragswerts der Vectron Systems-Gruppe, jedoch nicht separat als Sonderwert, berücksichtigt. Wir haben die Berechnung der Bewertungsgutachterin zum Barwert der aus dem Einlagekonto resultierenden steuerlichen Ersparnisse nachvollzogen. Es ergaben sich keine Beanstandungen.

Mitarbeiteraktienoptionen

428 Vectron hat bestimmten Mitarbeitern der Gesellschaft Optionen auf den Erwerb von Aktien der Vectron Systems AG gewährt. Die Bewertungsgutachterin hat diese Mitarbeiteraktienoptionen als Sonderwert in der Ableitung des Unternehmenswerts der Vectron Systems-Gruppe berücksichtigt.

429 Ein aus den Mitarbeiteraktienoptionen resultierender Verwässerungseffekt entsteht dann, wenn der Unternehmenswert je Aktie vor Ausübung der Optionsrechte den Ausübungspreis der Option übersteigt.

430 Nachfolgende Tabelle zeigt die Berechnung des aus den Aktienoptionen resultierende Verwässerungseffekts:

Tabelle 21: Verwässerungseffekt durch Mitarbeiteraktienoptionen

EUR Mio.	25.04.2025
Unternehmenswert vor Verwässerungseffekt	79,7
Anzahl der Aktien vor Ausübung der Optionen (Tsd.)	8.872,2
Erwarteter Aktienkurs, entsprechend Unternehmenswert pro Aktie vor Verwässerungseffekt (EUR)	8,98
Mitarbeiteraktienoptionen - 1. Tranche	
Barmittelzufluss	0,6
Ausstehende Optionsrechte (Tsd.)	162,5
Durchschnittlicher Ausübungspreis (EUR)	3,41
Mitarbeiteraktienoptionen - 2. Tranche	
Barmittelzufluss	0,1
Ausstehende Optionsrechte (Tsd.)	10,0
Durchschnittlicher Ausübungspreis (EUR)	5,67
Unternehmenswert nach Ausübung Optionen (1. & 2. Tranche)	80,3
Anzahl der Aktien nach Ausübung der Optionen (Tsd.)	9.045
Wert je Aktie nach Verwässerung (EUR)	8,87
Verwässerungseffekt insgesamt	(0,9)
Verwässerungseffekt je Aktie (EUR)	0,10

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

431 Zum Bewertungsstichtag besteht insgesamt eine Anzahl von Mitarbeiteroptionen i.H.v. 230.500 Stück. Die Mitarbeiteroptionen sind unterteilt in verschiedene Tranchen, wobei insgesamt 58.000 Mitarbeiteraktienoptionen einen Ausübungspreis aufweisen, der deutlich über der Höhe des ertragswertbasierten Unternehmenswerts der Vectron liegt. Der Ausübungspreis von insgesamt 172.500 Mitarbeiteraktienoptionen liegt deutlich unter der Höhe des ertragswertbasierten Unternehmenswerts: Hierbei setzen sich diese aus zwei Tranchen zusammen. Die 1. Tranche umfasst 162.500 Optionsrechte zu einem durchschnittlichen Ausübungspreis i.H.v. 3,41 EUR, die 2. Tranche umfasst 10.000 Optionsrechte zu einem durchschnittlichen Ausübungspreis i.H.v. 5,67 EUR. Die Bewertungsgutachterin hält eine Ausübung der Mitarbeiteraktienoptionen aufgrund der Höhe der Ausübungspreise im Verhältnis zum ertragswertbasierten Unternehmenswert der Vectron für wahrscheinlich. Weitere Mitarbeiteraktienoptionen der Vectron Systems AG mit einem Ausübungspreis oberhalb des von der Bewertungsgutachterin ermittelten Unternehmenswert je Aktie wurden von der Bewertungsgutachterin nicht in die Berechnung des Sonderwertes einbezogen. Wir erachten die Einschätzung der Bewertungsgutachterin als sachgerecht.

432 Zur Berechnung des Sonderwertes aus Mitarbeiteraktienoptionen wird im ersten Schritt der Barmittelzufluss aus der Optionsausübung hinzugerechnet. Anschließend wird der Unternehmenswert nach Ausübung der Aktienoptionen durch die Anzahl der Aktien nach Ausübung der Mitarbeiteraktienoptionen dividiert.

433 Die Bewertungsgutachterin hat zum Bewertungsstichtag einen Sonderwert aus Mitarbeiteraktienoptionen i.H.v. EUR -0,9 Mio. ermittelt. Wir haben die Berechnung des Sonderwertes nachvollzogen und kommen zu keinem abweichenden Ergebnis.

4.7.3 Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren

434 Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren können gemäß IDW S 1 Multiplikatorverfahren herangezogen werden. Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine solche vergleichende Marktbewertung durchgeführt.

Berücksichtigte Ertragsgrößen

435 Die für die Planjahre 2025 und 2026 erwarteten EBITDA- und EBIT-Werte der Vectron Systems-Gruppe können im Rahmen der vergleichenden Multiplikatorenbewertung nur eingeschränkt verwendet werden. Grund hierfür ist, dass sich die Gesellschaft in diesen Jahren noch stark im Umbau befindet und dementsprechend das Ertragsniveau deutlich unter dem der Folgejahre liegt. Die Anwendung der Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen auf die Höhe der für diese Jahre erwarteten Ertragsgrößen würde in der Folge zu deutlich nach unten verzerrten Unternehmenswerten führen.

436 Aus diesem Grund legen wir unserer vergleichenden Multiplikatorenanalyse die für das GJ27 erwarteten EBITDA- und EBIT-Werte zugrunde. Diese Vorgehensweise wurde deshalb gewählt, da zum einen im GJ27 die zuvor genannte Aufbauphase weit fortgeschritten ist und zum anderen für die meisten Peer Group-Unternehmen noch Schätzwerte für die Ertragsgrößen EBITDA und EBIT verfügbar sind. Nachteilig an dieser Vorgehensweise ist der Umstand, dass sich die Vectron Systems-Gruppe bis in das Jahr 2027 in einer Aufbauphase befindet und für diesen Zeitraum im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen ein relatives Cashflow-Defizit erwirtschaftet, welches gesondert berücksichtigt werden muss.

Ableitung des Börsenmultiplikators

437 Bei der Anwendung von Börsenmultiplikatoren für unsere Plausibilisierung haben wir acht börsennotierte Vergleichsunternehmen (siehe Abschnitt 4.2.4) einbezogen. Hierbei haben wir die Vergleichsgruppe aufgeteilt in Unternehmen im Bereich POS-Systeme sowie Couponing- und Cashback-Lösungen. Den aus dieser Aufteilung resultierenden durchschnittlichen EV/EBITDA- bzw. EV/EBIT-Multiplikator haben wir unserer Analyse zugrunde gelegt.

438 Sobald die Umstellung des Geschäftsmodells zum großen Teil vollzogen ist, entspricht der Ergebnisbeitrag der Vectron Systems ungefähr dem der acardo, weshalb wir eine gleiche Gewichtung beider Segmente im Rahmen der Multiplikatorenanalyse als sachgerecht erachten.

439 Der von uns abgeleitete Gesamtunternehmenswert der Vergleichsunternehmen wird aus der Summe der Marktkapitalisierung nach Anpassungen (i.W. Minderheitenanteile, nicht-konsolidierte Beteiligungen und steuerliche Verlustvorträge) und den Nettofinanzverbindlichkeiten berechnet.

440 Die von uns herangezogenen EBITDA- und EBIT-Werte der Vergleichsunternehmen beruhen auf Analystenschätzungen für GJ27 und wurden der S&P Capital IQ-Datenbank entnommen. Dabei handelt es sich bereits um einen bereinigten Wert, der nicht wiederkehrende und außergewöhnliche Effekte ausschließt. Den so gewonnenen Multiplikator haben wir auf das EBITDA und das EBIT im GJ27 der Vectron Systems-Gruppe angewendet.

441 Nachfolgende Tabelle stellt die Ableitung der berücksichtigten Börsenmultiplikatoren dar:

Tabelle 22: Ableitung der berücksichtigten Börsenmultiplikatoren

Peer-Unternehmen	Land	Einheit	Enterprise Value				EBITDA/EBIT		Multiplikator	
			MC	Adj.	Net Debt	EV	EBITDA GJ27F	EBIT GJ27F	EV/ EBITDA	EV/EBIT
POS-Systeme										
Global Payments Inc.	US	USD	24.994	(360)	14.639	39.273	5.357	4.847	7,3x	8,1x
High Co. SA	FR	EUR	53	1	(57)	(3)	N/A	N/A	N/A	N/A
Lightspeed Commerce Inc.	CA	USD	1.862	-	(642)	1.220	108	(16)	11,3x	N/M
Nayax Ltd.	IL	USD	1.369	(38)	(15)	1.317	137	101	9,6x	13,1x
Shift4 Payments, Inc.	US	USD	6.698	1.593	1.669	9.960	1.158	610	8,6x	16,3x
Smaregi, Inc.	JP	JPY	49.325	-	(3.766)	45.559	N/A	3.500	N/A	13,0x
Toast, Inc.	US	USD	21.033	(414)	(1.383)	19.237	998	1.000	19,3x	19,2x
Median									9,6x	13,1x
Couponing- und Cashbacklösungen										
Edenred SE	FR	EUR	7.685	98	1.905	9.688	1.548	1.274	6,3x	7,6x
Groupon, Inc.	US	USD	474	(229)	24	269	87	N/A	3,1x	N/A
Median									4,7x	7,6x
Mittelwert (POS-Systeme, Couponing- und Cashbacklösungen)									7,2x	10,3x
Festgelegter Multiplikator							Obergrenze	7,75x	10,75x	
							Untergrenze	6,75x	9,75x	
% Mittelwert							Obergrenze	108,3%	103,9%	
							Untergrenze	94,3%	94,2%	

Quelle: S&P Capital IQ, A&M Analyse.

Abkürzungen: MC = Marktkapitalisierung; Adj. = Anpassungen; Net Debt = Netto-Finanzverbindlichkeiten; EV = Gesamtunternehmenswert

- 442 Für die Vergleichsunternehmen im Bereich POS-Systeme resultiert für das Jahr 2027 ein EV/EBITDA-Multiplikator von 9,6x (Median) sowie ein EBIT-Multiplikator von 13,1x (Median).
- 443 Für die Vergleichsunternehmen im Bereich Couponing- und Cashbacklösungen ergibt unsere Analyse einen EV/EBITDA-Multiplikator von 4,7x (Median) sowie einen EBIT-Multiplikator von 7,6x (Median).
- 444 Der Mittelwert über die Multiplikatoren der Unternehmen der beiden Kategorien POS-Systeme und Couponing- und Cashbacklösungen liegt für den EV/EBITDA-Multiplikator bei 7,2x und für den EV/EBIT-Multiplikator bei 10,3x.
- 445 Daraus haben wir eine Bandbreite von 6,75x bis 7,75x für den EV/EBITDA-Multiplikator und 9,75x bis 10,75x für den EV/EBIT-Multiplikator festgelegt, welche wir der vergleichenden Multiplikatoranalyse zugrunde legen.

Barwert des aus der Aufbauphase resultierenden Cashflow-Defizits

- 446 Verglichen mit den Peer Group-Unternehmen befinden sich das Geschäftsmodell der Vectron Systems-Gruppe derzeit im Umbau. Diese Phase der Transformation schlägt sich, insbesondere in den GJ25-26, in einem zur Vergleichsgruppe deutlich niedrigeren Ertragsniveau und damit niedrigeren Cashflows nieder. Dieser Sachverhalt wird im Ertragswert vollständig berücksichtigt.
- 447 Ein alleiniges Abstellen auf den Multiplikator der Vergleichsgruppe und das erwartete Ergebnis der Vectron in der fortgeschrittenen Aufbauphase im GJ27 ließe jedoch diesen Sachverhalt gänzlich unberücksichtigt. In der Folge wären die aus der vergleichenden Multiplikatorenanalyse gewonnenen Unternehmenswertbandbreiten im Vergleich zum Ertragswert deutlich nach oben hin verzerrt.
- 448 Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, haben wir eine typisierte Cashflow-Entwicklung der Vergleichsgruppe abgeleitet und diese der Entwicklung von Vectron gegenübergestellt. Das sich daraus ergebende Cash-Flow-Defizit für den Zeitraum 2025 bis 2027 haben wir verbarwertet und vom Multiplikatorwert zum Abzug gebracht.

Plausibilisierung des Ertragswerts mittels Börsenmultiplikatoren

- 449 Neben der Berücksichtigung des Barwerts des zuvor erläuterten Cashflow-Defizits, haben wir noch folgende Sachverhalte bei der Ableitung der Wertbandbreiten des Eigenkapitals berücksichtigt:

- Den Sonderwert aus den Mitarbeiteraktienoptionen i.H.v. EUR -0,9 Mio. (siehe hierzu Abschnitt 4.7.2)
- Die Netto-Finanzverbindlichkeiten der Gesellschaft i.H.v. EUR 5,2 Mio. (siehe hierzu Abschnitt 4.5.4)
- Den Barwert der Steuerersparnis aus dem steuerlichen Einlagekonto i.H.v. EUR 1,6 Mio. (siehe hierzu Abschnitt 4.7.2)

450 Nachfolgende Tabelle stellt die Wertableitung der Vectron Systems-Gruppe über Börsenmultiplikatoren dar:

Tabelle 23: Wertableitung über Börsenmultiplikatoren

		Multiplikator	
		EV/ EBITDA	EV/EBIT
Mittelwert (POS-Systeme, Couponing- und Cashbacklösungen)		7,2x	10,3x
Festgelegter Multiplikator	Obergrenze	7,75x	10,75x
	Untergrenze	6,75x	9,75x
% Mittelwert	Obergrenze	108,3%	103,9%
	Untergrenze	94,3%	94,2%
EBIT(DA) GJ27 (EUR Mio.)		11,2	8,1
Gesamtunternehmenswert vor Sonderwerten (EUR Mio.)		75,5	86,7
		-	78,9
		-	87,0
		-	-
		(10,2)	(10,2)
		(10,2)	(10,2)
		(0,9)	(0,9)
		(0,9)	(0,9)
		-	-
		5,2	5,2
		5,2	5,2
		-	-
		1,6	1,6
		1,6	1,6
		-	-
Wertbandbreite des Eigenkapitals (EUR Mio.)		71,0	82,0
		-	75,0
		-	83,0
Unternehmenswert zum 25. April 2025		78,7	78,7
Wertbandbreite pro Aktie (EUR)		8,00	9,24
		-	8,45
		-	9,36
Wert je Aktie zum 25. April 2025 (EUR)		8,87	8,87

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Abkürzungen: MC = Marktkapitalisierung; Adj. = Anpassungen; Net Debt = Netto-Finanzverbindlichkeiten; EV = Gesamtunternehmenswert

451 Wie zuvor erläutert haben wir für den EV/EBITDA-Multiplikator eine Bandbreite von 6,75x bis 7,75x und für den EV/EBIT-Multiplikator eine Bandbreite von 9,75x bis 10,75x abgeleitet. Die Bandbreite für den Gesamtunternehmenswert vor Anpassungen und Sonderwerten resultiert aus der Multiplikation der festgelegten Multiplikatoren-Bandbreite mit dem EBITDA der Vectron Systems-Gruppe aus dem Planjahr GJ27.

452 Nach Hinzurechnung der Anpassungen und Sonderwerte und Rundung ergibt sich die Wertbandbreite des Eigenkapitals i.H.v. rd. EUR 71,0 Mio. bis EUR 82,0 Mio. auf Grundlage des EV/EBITDA-Multiplikators. Auf Basis des EV/EBIT-Multiplikators ergibt sich eine Wertbandbreite des Eigenkapitals i.H.v. rd. EUR 75,0 Mio. bis EUR 83,0 Mio.

453 Hieraus lässt sich schlussfolgern, dass der ermittelte Unternehmenswert i.H.v. EUR 78,7 Mio. innerhalb einer plausiblen Bandbreite liegt.

454 Die sich ergebenden Bandbreiten des Wertes pro Aktie liegen zwischen EUR 8,00 und EUR 9,24 im Falle des EV/EBITDA-Multiplikators und EUR 8,45 und EUR 9,36 im Falle des EV/EBIT-Multiplikators – demgegenüber steht der ermittelte Unternehmenswert von EUR 8,87 je Aktie.

455 Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswerts. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten.

4.7.4 Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren

456 Publierte Transaktionsmultiplikatoren basieren üblicherweise auf Ergebnisgrößen der letzten zwölf Monate. Bei Vectron wurden jedoch in den letzten 12 Monate Verluste erwirtschaftet, so dass eine aussagekräftige Ableitung von Transaktionsmultiplikatoren nicht möglich ist.

4.7.5 Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung

457 Wir haben den von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Zeitraum für die Bildung des durchschnittlichen Börsenkurses der Vectron Systems AG, die Durchschnittsbildung sowie die grundsätzliche Verwendbarkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den stattgefundenen Handel, eine eventuelle Markteng und mögliche Kursmanipulationen überprüft. Im Folgenden gehen wir auf unsere Feststellungen ein.

Grundsätzliche Verwendbarkeit des Börsenkurses der Vectron Systems als Untergrenze der Abfindung

458 Die Aktien der Vectron Systems AG werden unter der ISIN DE000A0KEXC7 (WKN A0KEXC) im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt und wurden in der Vergangenheit im Freiverkehr weiterer deutscher Börsenplätze (darunter Frankfurter Wertpapierbörse, Börse Berlin, Börse München, Börse Stuttgart, Börse Düsseldorf, Tradegate Exchange) gehandelt. Am 02. September 2024 kündigte die Vectron Systems AG das Delisting ihrer Aktien von der Frankfurter Wertpapierbörse zum 30. September 2024 an. Infolge des Delistings wurde ebenso der Handel an der Börse Berlin, der Börse München, der Börse Düsseldorf, der Börse Stuttgart und der Tradegate Exchange zum 30. September 2024 eingestellt. Der fortgesetzte Handel an der Börse Hamburg wurde nicht von der Gesellschaft veranlasst und wird auch nicht von ihr unterstützt.

459 Zunächst haben wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin zur grundsätzlichen Eignung von Freiverkehrskursen der Vectron Systems AG zur Bildung der Untergrenze der Abfindung überprüft. Die Tauglichkeit von Freiverkehrskursen – zumindest als Untergrenze der Abfindung – wird mittlerweile von mehreren Oberlandesgerichten bestätigt.⁷⁰ Eine Entscheidung des BGH gibt es hierzu aber noch nicht. In seiner jüngsten Rechtsprechung stellte z.B. das OLG Düsseldorf klar, dass die Notierung allein im Freiverkehr der Heranziehung des Börsenkurses als Bewertungsmethode nicht entgegensteht, wenn die Aktien auf einem Teilsegment mit einem den gesetzlichen Publizitäts- und Transparenzvorschriften vergleichbaren Informationsregime gehandelt wurden und konkrete Informationsdefizite nicht geltend gemacht sind.

460 Um die grundsätzliche Eignung der Freiverkehrskurse der Vectron Systems AG zur Bildung der Untergrenze der Abfindung zu beurteilen, sind zwei Perioden zu unterscheiden:

- (i). Bis zum 30. September 2024 waren die Aktien der Vectron Systems AG im Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Das Segment Scale unterliegt dabei geringeren Informations- und Transparenzpflichten gegenüber dem regulierten Markt. Jedoch stellt das Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse ein Teilsegment des Freiverkehrs dar, in dem erhöhte Publizitätsanforderungen verglichen mit dem Open Market einzuhalten und sämtliche Unternehmensinformationen fortlaufend bekannt zu geben sind. Unternehmen in diesem Teilsegment müssen einen testierten Jahresabschluss samt Lagebericht innerhalb von sechs Monaten nach Beendigung des Berichtszeitraums veröffentlichen; im regulierten Markt hingegen beträgt diese Frist lediglich 4 Monate. Darüber hinaus müssen Unternehmen im Segment Scale einen im Vergleich zum regulierten Markt verkürzten Halbjahresfinanzbericht innerhalb von 4 Monaten veröffentlichen; im regulierten Markt beträgt diese Frist lediglich 3 Monate. Quartalsberichte oder Quartalsmitteilungen müssen im Gegensatz zum regulierten Markt im Scale Segment nicht veröffentlicht werden. Zudem müssen Unternehmensnachrichten, die den Börsenpreis beeinflussen können, sofort veröffentlicht werden. Wir erachten die erhöhten Publizitäts- und Transparenzanforderungen des Scale Segments für ausreichend, um der Entstehung der eventuellen Informationsdefizite entgegenzuwirken, die die Heranziehung des Börsenkurses der Vectron Systems AG als Untergrenze der Abfindung ausschließen.
- (ii). Nach dem Delisting der Aktien der Vectron Systems AG von der Frankfurter Wertpapierbörse mit Wirkung zum 30. September 2024 werden die Aktien der Vectron

⁷⁰ OLG Hamburg, Beschluss vom 07.09.2020, Az. 13 W 122/20, Rn. 26, 29; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 11.05.2015, Az. 26 W 2/13, Rn. 40; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 26.09.2016, Az. 26 W 3/16, Rn. 37 i.V.m. Rn. 5.; OLG München, Beschluss vom 17.07.2014, Az. 31 Wx 407/13, Rn. 19 (zitiert nach openJur); Brandenstein/Höfling: Sind Freiverkehrskurse eine taugliche Untergrenze der Barabfindung in Spruchverfahren?, in: NZG 2021, S. 20 f.

Systems AG lediglich im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt.⁷¹ Mit dem Delisting der Vectron Systems Aktien fallen u.a. die Pflichten der Folgepublizität weg, die mit Handel im Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse verbunden sind.

Aus unserer Sicht hat das Delisting der Vectron Systems Aktien keine Informationsdefizite hervorrufen können, um die Verwendung des Börsenkurses der Vectron Systems AG als Untergrenze der Abfindung abzulehnen. Diese Einschätzung basiert auf der Tatsache, dass die Aktien der Vectron Systems AG während des gesamten relevanten Zeitraums für die Bildung eines durchschnittlichen Börsenkurses am Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt wurden, da das Delisting erst vier Tage nach Ankündigung der Strukturmaßnahme erfolgt ist.

- 461 Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Ausführungen halten wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin für sachgerecht, im vorliegenden Bewertungsfall die Freiverkehrskurse der Vectron Systems AG grundsätzlich für tauglich zu erachten, die Untergrenze der Abfindung zu bilden.

Relevanter Zeitraum für die Bildung des durchschnittlichen Börsenkurses

- 462 Am 26. September 2024 veröffentlichte die Vectron Systems AG durch eine Ad-hoc-Mitteilung die Absicht, den Prozess für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der Arrow HoldCo als Tochtergesellschaft der Shift4-Unternehmensgruppe einzuleiten.

- 463 Die Bewertungsgutachterin hat als Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses den dreimonatigen Zeitraum festgelegt, der am 25. September 2024, dem letzten Tag vor der Mitteilung über den beabsichtigten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, endet. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

- 464 Gemäß der Rechtsprechung des BGH⁷² ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. In der Stollwerck-Entscheidung hielt der BGH einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten für einen „längeren Zeitraum“. Laut dem Beschluss des OLG Frankfurt vom 27. August 2020, Az. 21 W 59/19, kommt eine Hochrechnung des Börsenkurses in Betracht, wenn zwischen dem Tag der Bekanntgabe und der Beschlussfassung der Hauptversammlung ein Zeitraum von mehr als sieben Monaten liegt. Im vorliegenden Bewertungsfall liegt zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 26. September 2024 und dem Tag der Hauptversammlung am 25. April 2025 kein Zeitraum von mehr als sieben Monaten, was gemäß der Rechtsprechung des BGH und dem Beschluss des OLG Frankfurt zu keinem „längeren Zeitraum“ führt. In Übereinstimmung mit der Bewertungsgutachterin halten wir die Hochrechnung des ermittelten Börsenkurses somit für nicht erforderlich.

Durchschnittsbildung

- 465 Da die Aktien der Vectron Systems AG nicht im regulierten Markt, sondern im Freiverkehr notiert werden, wird von der BaFin kein gültiger Mindestpreis nach den Vorgaben des § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO errechnet. Aus diesem Grund hat die Bewertungsgutachterin den umsatzgewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs für den maßgeblichen Referenzzeitraum selbst abgeleitet. Dieser beträgt nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin EUR 10,93.

- 466 Wir haben den genannten Wert basierend auf Daten der Finanzinformationsdienstleister Bloomberg und S&P Global Market Intelligence überprüft. Der gemäß § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO von uns ermittelte umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Aktie der Vectron Systems AG im Zeitraum vom 26. Juni 2024 bis zum 25. September 2024 liegt ebenso bei EUR 10,93.

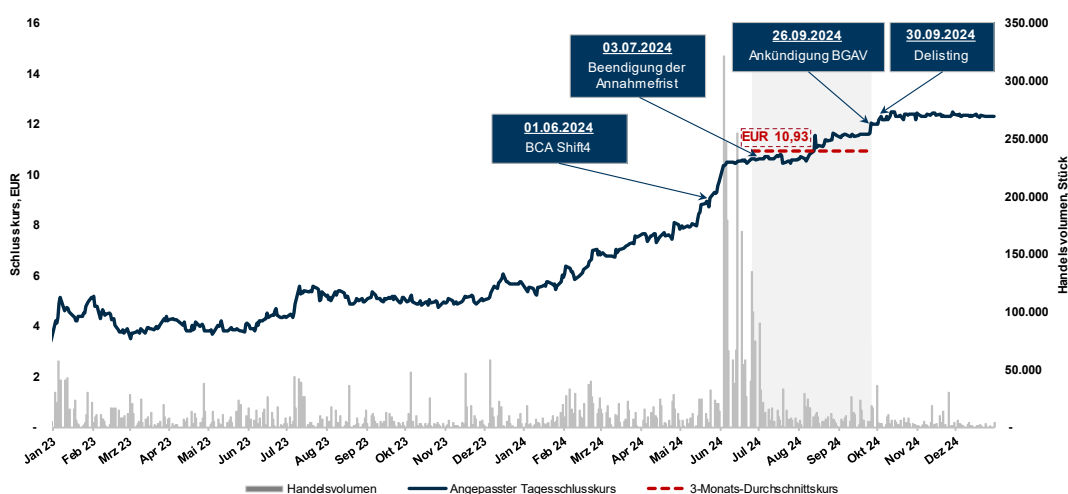
⁷¹ Weiterhin wurden die Aktien der Vectron Systems AG bis zum 09. Oktober 2024 an der Börse in Stuttgart gehandelt.

⁷² Vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010, Az. II ZB 18/09, Stollwerck-Entscheidung.

Verwendbarkeit des Börsenkurses

- 467 Ferner hat die Bewertungsgutachterin die beiden Kriterien des § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO untersucht und ist zum Ergebnis gekommen, dass keine nachweisbare Marktmenge im Sinne der Kriterien der WpÜG-AngVO vorliegt und der oben angegebene durchschnittliche Börsenkurs als Indikator für den Verkehrswert der Aktie angesehen werden kann.
- 468 Wir haben ebenso geprüft, ob die Kriterien zur Marktmenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO bei analoger Anwendung auf einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag im vorliegenden Fall erfüllt sind und der durchschnittliche Börsenkurs der Vectron Systems AG einen belastbaren Hinweis für die Untergrenze der Abfindung darstellt.
- 469 Der Kursverlauf und die Handelsvolumina der Aktien der Vectron Systems AG im Zeitraum vom 1. Januar 2023 bis 31. Dezember 2024 sind in der nachstehenden Abbildung dargestellt. Die grau schraffierte Fläche zeigt den dreimonatigen Zeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme.

Abbildung 18: Entwicklung des Börsenkurses und des Handelsvolumens der Aktien der Vectron Systems AG vom 1. Januar 2023 bis zum 31. Dezember 2024



Quelle: Bloomberg, A&M Analyse.

- 470 Im Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme sind die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO zum Vorliegen einer Marktmenge nicht erfüllt, da der Handel mit den Aktien der Vectron Systems AG an 66 von 66 Börsentagen und somit an 100% der Börsentage stattfand.
- 471 Basierend auf unserer Untersuchung sehen wir für den Betrachtungszeitraum keine Anzeichen, dass Aktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien zum Börsenkurs zu veräußern, und halten den umsatzgewichteten Durchschnittskurs der Vectron Systems AG für einen hinreichend belastbaren Hinweis auf den Desinvestitionswert bzw. die Untergrenze der Abfindung.

Ergebnis

- 472 Wir halten die Freiverkehrskurse der Vectron Systems AG grundsätzlich für tauglich, die Untergrenze der Abfindung zu bilden. Der von uns ermittelte umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Aktie der Vectron Systems AG im Zeitraum vom 26. Juni 2024 bis 25. September 2024 beträgt EUR 10,93 und stimmt mit dem von der Bewertungsgutachterin abgeleiteten Kurs überein. Wir erachten die Einschätzung der Bewertungsgutachterin für sachgerecht, dass im vorliegenden Bewertungsfall keine Marktmenge nach Kriterien des § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO vorliegt und der ermittelte umsatzgewichtete Börsenkurs als Indikator für die Untergrenze der Abfindung angesehen werden kann.

4.7.6 Börsenkurs als maßgebliche Bewertungsmethode

Erforderliche Analysen gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung

- 473 Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. Dazu ist gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung in einem ersten Schritt zu prüfen, ob die Aktien verkehrsfähig sind, also ob der Börsenkurs als Wertuntergrenze herangezogen werden kann. Kann die Verkehrsfähigkeit bestätigt werden, ist in einem zweiten Schritt die Liquidität zu prüfen. Wenn die Aktie als ausreichend liquide eingestuft werden kann, so ist die Informationsverfügbarkeit und die Informationsverarbeitung zu analysieren.⁷³
- 474 Vor diesem Hintergrund haben wir die Beurteilung der Bewertungsgutachterin zur Verwendbarkeit des Börsenkurses als maßgebliche Bewertungsmethode unter Berücksichtigung der jüngsten BGH-Beschlüsse vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, und vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22 überprüft. Hierfür haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der Vectron Systems AG untersucht und die Rn. 87 genannten Analysen zur (i) Aktienliquidität, (ii) Informationsverfügbarkeit und (iii) Informationsverarbeitung durchgeführt. Im Folgenden gehen wir auf unsere Feststellungen ein.

Entwicklung des Börsenkurses

- 475 Wie in Abbildung 18 dargestellt, hat die Vectron Systems AG am 01. Juni 2024 den Abschluss eines Business Combination Agreements mit der Shift4-Gruppe sowie eine Erhöhung des Grundkapitals um 10% bekannt gegeben. Parallel dazu hat die Shift4-Gruppe einen Kaufvertrag über den Erwerb von rund 41,4% des Grundkapitals der Vectron Systems AG mit dem amtierenden Vorstandsvorsitzenden, Thomas Stümmler, und einer von ihm kontrollierten Gesellschaft abgeschlossen. In dem Business Combination Agreement hat sich die Shift4-Gruppe dazu verpflichtet, innerhalb von sechs Werktagen nach Ankündigung des Business Combination Agreements ein Erwerbsangebot für alle ausstehenden Aktien der Vectron Systems AG zu einem Angebotspreis von EUR 10,50 je Vectron-Aktie abzugeben, sofern sie nicht durch bilaterale Kaufvereinbarungen erworben werden. Der Angebotspreis von EUR 10,50 je Vectron-Aktie entspricht einer Prämie von ca. 50,4% basierend auf dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten sechs Monate vor Ankündigung der Transaktion in Höhe von EUR 6,97. Nach Veröffentlichung der Mitteilung stieg der Börsenkurs der Vectron Systems AG am ersten Börsentag nach Veröffentlichung (03. Juni 2024) um 6,7% gegenüber dem Schlusskurs des vorangegangenen Börsentages.
- 476 Bis zum 26. September 2024, an dem die Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bekannt gegeben wurden, schwankte der Börsenkurs im Korridor zwischen EUR 10,35 und EUR 11,65.⁷⁴
- 477 Mit Ablauf des 30. September 2024 wurde der Handel mit den Aktien der Vectron Systems AG im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse sowie weiteren Börsen mit Antrag der Gesellschaft eingestellt. Zum Delisting betrug der Börsenkurs der Vectron Systems AG EUR 12,00. Die Aktie wird weiterhin im Freiverkehr an der Börse in Hamburg gehandelt.

Analyse der Aktienliquidität

- 478 Die Liquidität im Börsenhandel bezieht sich auf die Handelbarkeit eines Wertpapiers und beschreibt, in welchem Maß ein Wertpapier jederzeit ohne Preisabschlag ver- und ohne Preisaufschlag gekauft werden kann. Eine hohe Liquidität erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung und wird von der Rechtsprechung als gewichtiger Indikator für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses gesehen.
- 479 Die Bewertungsgutachterin hat zur Analyse der Aktienliquidität der Vectron Systems AG den durchschnittlichen Handelsumsatz an Tagen mit Handel sowie die Geld-Brief-Spannen mittels der Schlusskurs-Methode untersucht. Als Untersuchungszeitraum hat die Bewertungsgutachterin die letzten fünf Jahre vor dem Tag der Ankündigung zur Absicht eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags am 26. September 2024 herangezogen und

⁷³ OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022, Az. 26 W 4/21, Leitsatz 5 („net mobile AG“, zit. nach Rechtsprechungsdatenbank NRW).

⁷⁴ Quelle: Tagesschlusskurse von Bloomberg über alle Handelsplätze in Deutschland.

die eben genannten Liquiditätskennzahlen in Ein-Jahresscheiben analysiert. Weiterhin hat die Bewertungsgutachterin die Geld-Brief-Spanne für Unternehmen des CDAX für den Zeitraum vom 01. Januar 2020 bis 31. Dezember 2024 in Ein-Jahresscheiben untersucht und mit den Geld-Brief-Spannen der Vectron Systems AG verglichen.

480 Zur Überprüfung der Verkehrsfähigkeit und Liquidität der Aktie der Vectron Systems AG haben wir folgende Zeiträume herangezogen:

- den Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe des Business Combination Agreements am 01. Juni 2024,
- den Dreimonatszeitraum vor der Mitteilung über die Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags am 26. September 2024,
- den Fünfjahreszeitraum vor der Mitteilung über die Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags am 26. September 2024, wobei dieser Zeitraum über fünf Ein-Jahresscheiben abgedeckt wurde.

481 Die wichtigsten Ergebnisse unserer Analyse sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Tabelle 24: Analyse der Verkehrsfähigkeit und Liquidität der Aktie der Vectron Systems AG

Kennzahl / Kriterium	Einheit	3 Monate	3 Monate	1 Jahr	1 Jahr	1 Jahr	1 Jahr	1 Jahr
Analysierter Zeitraum	von	01.03.2024	26.06.2024	26.09.2023	26.09.2022	26.09.2021	26.09.2020	26.09.2019
	bis:	31.05.2024	25.09.2024	25.09.2024	25.09.2023	25.09.2022	25.09.2021	25.09.2020
VERKEHRSFÄHIGKEIT DER AKTIE								
Kriterien zur Bestimmung der Marktengengemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO								
Handelstage mit Handelsvolumen > 0	%	100%	100%	100%	98%	100%	100%	100%
Anzahl der Sprünge von +/- 5%	-	-	1	6	43	36	30	48
davon nacheinander	-	-	-	-	8	4	3	11
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO		nein	nein	nein	nein	nein	nein	nein
AUSGEWÄHLTE KRITERIEN ZUR ANALYSE DER AKTIENLIQUIDITÄT								
Handelstage								
Mögliche Handelstage	Tage	63	66	256	257	256	253	252
Handelstage mit Handelsvolumen > 0	Tage	63	66	255	251	256	253	252
in % der möglichen Handelstage	%	100%	100%	100%	98%	100%	100%	100%
Tägliches Handelsvolumen								
Durchschnitt	Stück	10.630	13.454	17.749	8.776	13.673	23.136	36.928
Median	Stück	8.290	7.309	7.500	5.196	9.683	14.615	27.748
Täglicher Handelsumsatz								
Durchschnitt	EUR	84.645	147.000	162.629	37.651	80.890	253.087	415.307
Median	EUR	61.563	81.194	57.645	21.073	51.495	169.302	329.601
Streubesitz (Free Float)								
Ø-Streubesitz in % der ausstehenden Aktien	%	58,60%	58,79%	58,66%	58,60%	54,40%	53,69%	51,86%
Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote								
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,23%	0,27%	0,37%	0,19%	0,31%	0,54%	0,92%
Handelsquote	%	0,13%	0,16%	0,22%	0,11%	0,17%	0,29%	0,48%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)								
Durchschnitt (alle Börsen)	%	2,52%	1,57%	2,68%	4,54%	4,04%	1,92%	2,02%
Median (alle Börsen)	%	2,45%	1,72%	2,45%	4,69%	4,41%	1,92%	1,88%
Durchschnitt (nur XETRA)	%	1,36%	0,99%	1,66%	3,62%	2,21%	0,96%	1,25%
Median (nur XETRA)	%	1,35%	0,90%	1,37%	3,66%	1,76%	0,94%	1,22%
Anzahl der Tage, an denen (nur XETRA)								
BAS > 1,00%	Tage	43	20	158	249	213	98	171
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	68%	30%	62%	97%	83%	39%	68%
BAS > 1,25%	Tage	33	20	141	247	183	52	117
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	52%	30%	55%	96%	71%	21%	46%
BAS > 2,00%	Tage	14	4	89	216	106	3	15
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	22%	6%	35%	84%	41%	1%	6%

Quelle: Bloomberg, S&P Global Market Intelligence.

- 482 Wie bereits in Kapitel 4.1.1 erläutert, existieren für die meisten der in der obigen Tabelle dargestellten Kennzahlen keine allgemein anerkannten Schwellenwerte zur Einstufung der Aktie als liquide oder illiquide. Zur Einschätzung der Kennzahlen haben wir sie, wo möglich, mit den Werten aus den Entscheidungen der jüngsten Rechtsprechung verglichen, in denen der BGH und/ oder die Oberlandesgerichte bei der Überprüfung der Abfindung auf die Börsenkurse abgestellt haben.⁷⁵ Ferner zogen wir zu Vergleichszwecken die Referenzwerte aus einem weiteren Fall heran, bei dem das OLG Frankfurt die Aktienliquidität zwar als „hinreichend“, „ausreichend“ bzw. „zufriedenstellend(...)“ eingestuft hat, trotzdem aber bei der Überprüfung der Abfindung zu Kontrollzwecken den Ertragswert einbezogen hat, da der Restzweifel an der Aussagekraft des Börsenkurses bestand.⁷⁶
- 483 In der Rechtsprechung wird die Bedeutung der relativen Geld-Brief-Spannen hervorgehoben. Die relative Geld-Brief-Spanne beschreibt, wie weit die Kauf- und Verkaufsangebote voneinander abweichen. Bei engen Spannen ist die Liquidität der Aktie hoch und die Transaktionskosten sind niedrig. Bei großen Geld-Brief-Spannen sind die Transaktionskosten hoch und der Börsenkurs reagiert träge auf Kapitalmarktinformationen.
- 484 In den unter Rn. 482 erwähnten Fällen lagen die Geld-Brief-Spannen:
- bei 0,27% und 0,37%, wobei die Aktienliquidität vom Gericht als hoch bis sehr hoch beurteilt wurde,⁷⁷
 - zwischen 0,3% und 0,4%, wobei die Aktienliquidität vom Gericht als sehr hoch beurteilt wurde,⁷⁸
 - bei 0,74% bzw. deutlich unter 1%, wobei die Aktienliquidität vom Gericht als hinreichend bzw. ausreichend beurteilt wurde.⁷⁹
- 485 Des Weiteren ist laut Rechtsprechung des LG München I bei Geld-Brief-Spannen unter 1% die Liquidität der Aktie üblicherweise zu bejahen⁸⁰ bzw. es kann bei einer Geld-Brief-Spanne von maximal 1,25% von einer liquiden Aktie ausgegangen werden.⁸¹
- 486 Ferner wurde in den Entscheidungen verschiedener Gerichte kein hinreichend liquider Handel bei den Geld-Brief-Spannen von 1,56%, 1,59%, 1,60%, 1,63%, 1,70%, 1,86% und 1,88% gesehen.⁸²
- 487 Wie aus Tabelle 24 ersichtlich, wurden die Aktien der Vectron Systems AG in sämtlichen betrachteten Perioden täglich oder nahezu täglich gehandelt. Insofern erachten wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin als sachgerecht, dass die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO zum Vorliegen einer Marktengung nicht erfüllt sind⁸³ und die Aktie verkehrsfähig war.
- 488 Die täglichen durchschnittlichen Handelsvolumina gingen in den Jahren 2020/2021 bis 2022/2023 gegenüber dem Handelsvolumen im Jahr 2019/2020 stark zurück. Im Jahr 2023/2024 ist das tägliche Handelsvolumen der Aktien wieder angestiegen, was auf den Einfluss des Business Combination Agreements zurückzuführen ist.
- 489 Der maximale Wert der durchschnittlichen täglichen Handelsumsätze ist im Jahr 2019/2020 zu beobachten und beträgt TEUR 415,3. In den Jahren 2020/2021 bis 2022/2023 waren die

⁷⁵ BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22; BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20; OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

⁷⁶ OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

⁷⁷ OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19.

⁷⁸ OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20.

⁷⁹ OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

⁸⁰ LG München I, Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13.

⁸¹ LG München I, Beschluss vom 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/16.

⁸² OLG Düsseldorf, Beschluss vom 22.03.2018, Az. 26 W 20/14; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2015, Az. 21 W 26/13; LG München I, Beschluss vom 08.02.2017, Az. 5 HK 7347/15; LG München I, Beschluss vom 02.12.2016, Az. 5 HK 5781/15; LG Stuttgart, Beschluss vom 05.11.2012, Az. 31 O 55/08 KfH; LG München I, Beschluss vom 25.04.2016, Az. 5 HK 9122/14.

⁸³ Bei Ein-Jahresscheiben haben wir die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO analog zu einem Dreimonatszeitraum angewendet.

durchschnittlichen täglichen Handelsumsätze rückläufig und erreichten im Jahr 2022/2023 den Tiefstwert mit TEUR 37,7. Durch den Einfluss des Business Combination Agreements sind die durchschnittlichen täglichen Handelsumsätze im Jahr 2023/2024 auf TEUR 162,6 angestiegen. Die beobachteten Werte liegen signifikant unter den Werten von EUR 9,4 Mio. bis EUR 42,6 Mio., die vom OLG München als Hinweis auf hoch liquide Aktien gesehen wurden.⁸⁴

- 490 Wir haben die Geld-Brief-Spannen anhand der Tagesschlusskurse sowohl an allen Handelsplätzen in Deutschland als auch ausschließlich anhand der XETRA-Tagesschlusskurse ermittelt. Die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen anhand der Tagesschlusskurse an allen Handelsplätzen in Deutschland übersteigen deutlich die in der Rechtsprechung genannten Referenzwerte, bei denen die Aktien als liquide angesehen werden können.
- 491 Die Geld-Brief-Spannen anhand der XETRA-Tagesschlusskurse fallen geringer aus. In den betrachteten Ein-Jahresscheiben von 2021/2022 bis 2023/2024 sowie im Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe des Business Combination Agreements erreichen sie eine Größenordnung, bei der – gemäß der Rechtsprechung – eine hinreichende Aktienliquidität nicht mehr gegeben ist.
- 492 In der Ein-Jahresscheibe 2019/2020 betrug die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne 2,02% bei Betrachtung aller Börsen (1,25% bei XETRA) und lag somit bei Abstellung auf die XETRA-Werte an der Obergrenze, ab der das LG München I nicht mehr von einer liquiden Aktie ausgeht. In der Ein-Jahresscheibe 2020/2021 sowie im Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme, der für die Bestimmung der angemessenen Abfindung relevant ist, betrug die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne 1,92% bzw. 1,57% bei Betrachtung aller Börsen (0,96% bzw. 0,99% bei XETRA). Auf Basis der XETRA-Werte liegen die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen zwar unterhalb der Obergrenze des LG München I, jedoch oberhalb des Wertes von 0,74%, bei dem das OLG Frankfurt eine hinreichende Aktienliquidität festgestellt hat.⁸⁵ Weiterhin liegen die beobachteten durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen der Ein-Jahresscheiben 2019/2020 und 2020/2021 sowie dem Dreimonatszeitraum vor Ankündigung der Strukturmaßnahme auf Basis der XETRA-Werte deutlich über den Werten, die laut dem OLG Frankfurt und OLG München auf eine hohe bis sehr hohe Liquidität hinweisen.⁸⁶ In Bezug auf den Dreimonatszeitraum vor Ankündigung der Strukturmaßnahme sei hervorzuheben, dass der Börsenkurs der Vectron Systems AG unter dem Einfluss des vorangegangenen Erwerbsangebots im Rahmen des Business Combination Agreements stand.
- 493 Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die in der Rechtsprechung genannten Schwellenwerte für die Geld-Brief-Spannen für die Ein-Jahresscheiben 2019/2020 und 2020/2021 sowie den Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme bei Betrachtung der XETRA-Werte eingehalten werden. Bei den Ein-Jahresscheiben 2021/2022 bis 2023/2024 einschließlich des Dreimonatszeitraums vor Bekanntgabe des Business Combination Agreements ist unter Zugrundelegung der in der Rechtsprechung genannten Referenzwerte für die Geld-Brief-Spannen von einer eingeschränkten Aktienliquidität auszugehen. Insgesamt deutet die Analyse der Handelszahlen und Geld-Brief-Spannen darauf hin, dass die Aktienliquidität der Vectron Systems AG im Dreimonatszeitraum vor Ankündigung der Strukturmaßnahme im Vergleich zu den Ein-Jahresscheiben 2021/2022 bis 2022/2023 maßgeblich durch die Ankündigung des Business Combination Agreements beeinflusst war.
- 494 Unter Berücksichtigung der von uns durchgeführten Analysen zur Aktienliquidität der Vectron Systems AG erachten wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin für sachgerecht, dass im vorliegenden Bewertungsfall die Aktienliquidität der Vectron Systems AG als eingeschränkt einzustufen ist.

⁸⁴ OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20.

⁸⁵ OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

⁸⁶ OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20.

Analyse der Informationsverfügbarkeit

- 495 Eine zeitnahe und ausgiebige Informationsbereitstellung reduziert Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmensmanagement und den Marktteilnehmern und erhöht die Markteffizienz. Kriterien für die Informationsverfügbarkeit sind:
- gesetzliche Informationspflichten und sonstige, auch vom Börsensegment abhängige Informationspflichten,
 - Freiwillig zur Verfügung gestellte Informationen,
 - Analysten-Coverage,
 - Analyse der Aktionärsbasis und möglicher Informationspolitik.
- 496 Die Bewertungsgutachterin hat zur Analyse der Informationsverfügbarkeit die Informationspflichten im Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse, die Erfüllung der Informationspflichten von Vectron Systems sowie die Analysten-Coverage untersucht. Wir haben die Analysen der Bewertungsgutachterin überprüft und im Rahmen unserer Untersuchung die Informationspflichten im Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse, die Erfüllung der Informationspflichten durch die Zielgesellschaft sowie die Analysten-Coverage analysiert:
- **Informationspflichten:** Seit dem 01. März 2017 und bis zum Delisting am 30. September 2024 wurden die Aktien der Vectron Systems AG im Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Das Segment Scale unterliegt dabei gegenüber dem regulierten Markt geringeren Informations- und Transparenzpflichten. Jedoch stellt das Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse ein Teilssegment des Freiverkehrs dar, in dem erhöhte Publizitätsanforderungen einzuhalten und sämtliche Unternehmensinformationen bekannt zu geben sind. Unternehmen in diesem Teilssegment müssen einen testierten Konzernabschluss samt Lagebericht innerhalb von sechs Monaten nach Beendigung des Berichtszeitraums veröffentlichen; im regulierten Markt hingegen beträgt diese Frist lediglich 4 Monate. Darüber hinaus müssen Unternehmen im Segment Scale einen im Vergleich zum regulierten Markt verkürzten Halbjahresfinanzbericht innerhalb von 4 Monaten veröffentlichen; im regulierten Markt beträgt diese Frist lediglich 3 Monate. Quartalsberichte oder Quartalsmitteilungen müssen im Gegensatz zum regulierten Markt im Scale Segment nicht veröffentlicht werden. Hingegen müssen Unternehmensnachrichten, die den Börsenpreis beeinflussen können, auch im Segment Scale veröffentlicht werden. Für Stimmrechtsmitteilungen liegen jedoch weit höhere Schwellenwerte in Höhe von 25% und 50% vor. In den vergangenen Jahren veröffentlichte die Gesellschaft mehrere Ad hoc-Mitteilungen pro Jahr sowie eine zweistellige Anzahl von Pressemitteilungen auf ihrer Homepage. Weiterhin wurde der Konzernabschluss sowie der Halbjahresbericht fristgemäß veröffentlicht. Quartalsmitteilungen wurden hingegen nicht freiwillig herausgegeben.
 - **Analysten-Coverage:** Die Aktien der Vectron Systems AG wurden von zwei qualifizierten Wertpapieranalysten bewertet. Sie befanden sich in der Coverage der GBC AG sowie der Warburg Bank. Im Vergleich zu dem Analystencoverage von im Durchschnitt 15 Analysten bei einem CDAX-Unternehmen ist damit die Coverage bei Vectron weit unterdurchschnittlich und damit nach unserem Verständnis nicht ausreichend. Vor dem Hintergrund des am 01. Juni 2024 verkündeten Business Combination Agreements mit der Shift4-Gruppe und der Ankündigung eines Erwerbsangebot für alle ausstehenden Aktien der Vectron Systems AG zu einem Angebotspreis von EUR 10,50 je Vectron-Aktie wurden die Empfehlungen der Wertpapieranalysten von Kaufen auf Verkaufen bzw. Halten gesetzt.⁸⁷
 - **Aktionärsbasis:** Im Rahmen der Analyse der Aktionärsbasis der Vectron Systems AG haben wir geprüft, ob es Aktionäre gab, die die Geschäfts- und Finanzpolitik sowie Kommunikationspolitik und damit auch den Börsenkurs der Gesellschaft maßgeblich

⁸⁷

GBC AG: Research Comment: Vectron Systems AG – Bericht vom 04.06.2024; Warburg Research: Vectron Systems AG – Bericht vom 17.06.2024; Internetseite der Vectron Systems AG: Investor Relations – Analysen; abrufbar unter <https://group.vectron-systems.com/de/unternehmen/investor-relations/analysen/> (abgerufen am 11. März 2025).

hätten beeinflussen können. Bei Vorliegen beherrschender bzw. einen maßgeblichen Einfluss ausübender Aktionäre besteht grundsätzlich die Möglichkeit ökonomisch „verzerrter“ Preise. Bis zum Abschluss des Business Combination Agreements im Juni 2024 waren Thomas Stümmeler und die TOSHO Capital GmbH, die zu 100% im Besitz von Thomas Stümmeler ist, Großaktionär der Vectron Systems AG und hielten zusammen 3.338.079 Aktien der Gesellschaft, was einem Anteil von 41,1% an der Vectron Systems AG entsprach.⁸⁸ Seit dem Abschluss des Business Combination Agreements hält die Shift4-Gruppe die Aktienmehrheit an der Vectron Systems AG mit einem Anteil von 75,11%.

497 Wir kommen in Bezug auf die Informationsverfügbarkeit zu der Einschätzung, dass die zur Verfügung gestellten Informationen nicht ausreichend sind. Auch insoweit ist daher fraglich, ob auf Basis der zur Verfügung gestellten Informationen der Börsenkurs als Schätzer für den wahren Wert herangezogen werden kann.

Analyse der Informationsverarbeitung

498 Im Rahmen der Informationsverarbeitung wird analysiert, ob sich im Kursverlauf der Aktie veröffentlichte wertrelevante Informationen widerspiegeln, bzw. ob Reaktionen auf die Herausgabe von Informationen ausbleiben. Dabei wird auch analysiert, inwieweit eine nicht erklärbare Abkoppelung von der allgemeinen Markt- oder Branchenentwicklung stattgefunden hat. Im Rahmen der Rechtsprechung haben sich folgende Kriterien für die Überprüfung der Informationsverarbeitung herausgebildet:

- Analyse möglicher Kursmanipulationen, Verzerrungen und Stabilität der Kurse
- Analyse der Aktualität der Kurse

499 Die Bewertungsgutachterin hat zur Analyse der Informationsverarbeitung die Aktualität des Aktienkurses nach dem Stichtagsprinzip untersucht. Wir haben die Ausführungen der Bewertungsgutachterin zur Informationsverarbeitung der Aktien der Vectron Systems AG überprüft und dabei folgende Analysen durchgeführt:

- (i). Analyse der Entwicklung des Börsenkurses der Vectron Systems AG im Vergleich zur Entwicklung der Aktienkurse der Peer Group,
- (ii). Analyse der Aktualität des Aktienkurses.

Entwicklung des Börsenkurses der Vectron Systems AG im Vergleich zur Entwicklung der Aktienkurse der Peer Group

500 Zunächst haben wir untersucht, ob eine Abkopplung des Aktienkurses der Vectron Systems AG von der Branchenentwicklung vorliegt. Hierzu haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der Vectron Systems AG der Entwicklung der Aktienkurse der Vergleichsunternehmen gegenübergestellt.

501 Nachfolgende Abbildung veranschaulicht die Entwicklung des Börsenkurses der Vectron Systems AG gegenüber der Entwicklung der Börsenkurse der Vergleichsunternehmen.

⁸⁸ Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Vectron System AG zu dem freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebot (Barangebot) der Youco F24-H158 Vorrats GmbH (zukünftig: Arrow HoldCo GmbH), 11. Juni 2024.

Abbildung 19: Indexierter Börsenkurs der Vectron Systems AG vs. Indexierter aggregierter Börsenkurs der Peer Group



Quelle: Bloomberg; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

502 Die Abbildung veranschaulicht die Abkopplung des Aktienkurses der Vectron Systems AG von der Branchenentwicklung im Zeitraum vom Januar 2023 bis Ende Dezember 2024. Ab Juni 2024 ist die Abkopplung auf die Ankündigung des Übernahmeangebots am 01. Juni 2024 sowie die Ankündigung zur Absicht der Strukturmaßnahme am 26. September 2024 zurückzuführen. Zur Analyse der Gründe der davor beobachteten Abkopplung haben wir die Kursentwicklung der Vectron Systems AG den Ereignissen gegenübergestellt, die von der Gesellschaft bekannt gegeben wurden, und untersucht, ob diese Ereignisse die festgestellte Abkopplung erklären können. Wir sind zu den folgenden Ergebnissen gekommen:

- (i). Der Rückgang des Börsenkurses der Vectron Systems AG im Zeitraum von Anfang Februar 2023 bis Anfang März 2023 steht in Einklang mit den Mitteilungen der Gesellschaft zu den vorläufigen Geschäftszahlen für das Geschäftsjahr 2022. In einer Pressemitteilung von Februar 2023 informierte die Gesellschaft über einen vorläufigen Umsatzrückgang auf EUR 25,2 Mio. sowie über ein vorläufiges negatives EBITDA von EUR -4,0 Mio im Geschäftsjahr 2022.⁸⁹ Diese Entwicklung ist in der obigen Abbildung durch rote Pfeile im ersten Kreis gekennzeichnet.
- (ii). Der nachfolgende Anstieg des Börsenkurses der Vectron Systems AG im Zeitraum von Anfang März bis Anfang April 2023 lässt sich durch die am 02. März 2023 veröffentlichte Mittelfrist-Prognose für die kommenden 3 Jahre erklären. In der Pressemitteilung informierte die Gesellschaft über einen positiven Ausblick für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025, der insbesondere durch ein Wachstum bei den digitalen Diensten getrieben ist.⁹⁰ Diese Entwicklung ist in der obigen Abbildung durch grüne Pfeile im ersten Kreis gekennzeichnet.
- (iii). Den Anstieg des Börsenkurses der Vectron Systems AG im Juli 2023 konnten wir dagegen anhand der durch die Vectron Systems AG kommunizierten Informationen nicht nachvollziehen. Zwar informierte die Gesellschaft am 03. Mai 2023 über die vorläufigen Geschäftszahlen für das erste Quartal des Geschäftsjahres 2023 und den positiven Ergebniseffekt durch die Übernahme der acardo Group AG und der acardo activation GmbH.⁹¹ Jedoch reagierte der Börsenkurs der Vectron Systems AG infolge der Pressemitteilung zu den vorläufigen Quartalszahlen nicht. Weiterhin liegt die Ankündigung zwei Monate vor dem beobachteten Anstieg des Börsenkurses der Vectron Systems AG. Die Kursbewegung ist in der obigen Abbildung durch grüne Pfeile im zweiten Kreis gekennzeichnet.

⁸⁹ Vectron Systems AG, Pressemitteilung vom 14. Februar 2023.

⁹⁰ Vectron Systems AG, Pressemitteilung vom 02. März 2023.

⁹¹ Vectron Systems AG, Pressemitteilung vom 03. Mai 2023.

- (iv). Den Anstieg des Börsenkurses ab Mitte Januar 2024 bis Mai 2024 konnten wir anhand der von der Vectron Systems AG kommunizierten Informationen nachvollziehen. So informierte die Gesellschaft am 24. Januar 2024 über das Wachstum der Tochtergesellschaft acardo Group AG durch den Abschluss von Neuverträgen.⁹² Weiterhin informierte die Gesellschaft am 21. Februar 2024 über die vorläufigen Ergebnisse des Geschäftsjahres 2023, die am oberen Ende der eigenen Prognose lagen.⁹³ Am 17. Mai 2024 informierte die Gesellschaft über die vorläufigen Geschäftszahlen für das erste Quartal des Geschäftsjahres 2024 und verkündete einen Umsatz- und EBITDA-Anstieg im Vergleich zum ersten Quartal des Geschäftsjahres 2023.⁹⁴ Diese Entwicklung des Börsenkurses ist in der obigen Abbildung durch grüne Pfeile im dritten Kreis gekennzeichnet.
- 503 Die Entwicklung des Börsenkurses der Vectron Systems AG weist zwar im Juli 2023 kleinere Abweichungen zur Entwicklung der Peer Group auf, die wir anhand der von der Gesellschaft veröffentlichten Informationen und damit aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung nicht nachvollziehen konnten. Grundsätzlich konnten wir aber keine signifikanten Kursverzerrungen bis zur Veröffentlichung des Business Combination Agreements feststellen. Auch wenn wir keine gesonderten Analysen diesbezüglich durchgeführt haben, haben wir ebenso keine Kursmanipulationen festgestellt.

Analyse der Aktualität des Aktienkurses

- 504 Bei der Anwendung des Börsenkurses als Bewertungsmethode soll sichergestellt werden, dass der Börsenkurs aktuell ist und im Börsenkurs die Verhältnisse der Gesellschaft am Bewertungsstichtag widerspiegelt sind. Das OLG Frankfurt betont in seiner Entscheidung vom 26. April 2021, Az. 21 W 139/19, dass für eine Heranziehung der Börsenkurse zur Bewertung im entschiedenen Fall u.a. eine hohe Aktualität der Kurse aufgrund des nur sehr geringen Zeitraums von weniger als zwei Monaten zwischen der Ankündigung des beabsichtigten Unternehmensvertrags und dem relevanten Bewertungsstichtag gesprochen hat. Der BGH begründet die Verwendung der „Börsenwertmethode“ mit der Einschätzung, „dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es gehe, zutreffend bewertet hätten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niedergeschlagen habe“⁹⁵. Das OLG München begründet die Verwendung der „Börsenkursmethode“ damit, „da keinerlei Hinweise dafür bestehen, dass die Börsenkurs zum jeweiligen Referenzzeitraum nicht mehr als Ausdruck der Ertragskraft des Unternehmens gewertet werden könnte“⁹⁶.
- 505 In Übereinstimmung mit den Ausführungen der Bewertungsgutachterin ergab sich für die Vectron Systems AG eine Änderung im Geschäftsmodell infolge des Business Combination Agreements mit der Shift4-Gruppe. Anstelle der eigenständigen Vermarktung der von ihr entwickelten Kassensysteme verlagert sich der Schwerpunkt nun auf ein Provisionsgeschäft, welches aus der Vermittlung von Zahlungsdienstleistungsverträgen besteht. Am 15. Juli 2024 hat die Gesellschaft über die Umstellung der Vectron-Kundschaft auf Shift4 Payment-Dienstleistungen informiert.⁹⁷ Die Pressemitteilung liegt somit innerhalb des maßgeblichen Referenzzeitraum für die Berechnung des umsatzgewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs.
- 506 In diesem Zusammenhang haben wir überprüft, inwieweit die zuletzt herausgegebenen Analystenprognosen zum Umsatz und zum EBITDA des Geschäftsjahres 2025 der internen aktuellen Unternehmensplanung entspricht. Diese Analyse ermöglicht zu beurteilen, ob die Kapitalmarktteilnehmer die zur Verfügung gestellten Informationen verarbeitet haben und ob sie in der Lage gewesen sind, die zukünftige Entwicklung zu antizipieren und damit näherungsweise die Erwartungen des Management zu antizipieren. Unsere Analysen sind in der folgenden Abbildung skizziert:

⁹² Vectron Systems AG, Pressemitteilung vom 24. Januar 2024.

⁹³ Vectron Systems AG, Pressemitteilung vom 21. Februar 2024.

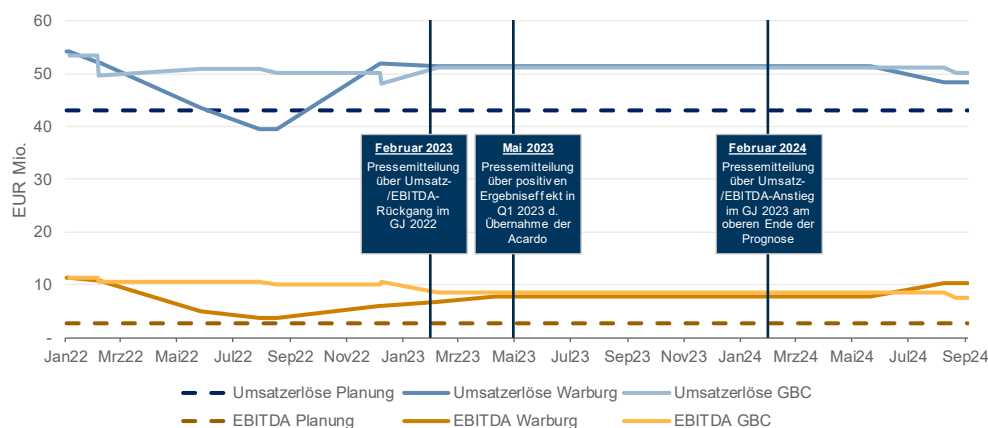
⁹⁴ Vectron Systems AG, Pressemitteilung vom 17. Mai 2024.

⁹⁵ BGH vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21.

⁹⁶ BGH vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22.

⁹⁷ Vectron Systems AG, Pressemitteilung vom 15. Juli 2024.

Abbildung 20: Analystenprognosen vs. Unternehmensplanung: Umsatzerlöse/EBITDA Geschäftsjahr 2025



Quelle: Unternehmensinformationen; Analystenberichte; A&M Analyse.

507 Der Abbildung veranschaulicht, dass die prognostizierten Umsatzerlöse bzw. das prognostizierte EBITDA für das Geschäftsjahr 2025 der GBC AG und Warburg Bank nicht auf die Pressemitteilungen der Gesellschaft reagieren. Weiterhin liegen die prognostizierten Umsatzerlöse sowie das EBITDA der Analysten deutlich über den Werten aus der aktuellen Unternehmensplanung der Vectron für das Geschäftsjahr 2025. Es kann somit angezweifelt werden, dass die am Kapitalmarkt vorhandenen Informationen angemessen von den Kapitalmarktteilnehmern verarbeitet worden sind, um darauf aufbauend den wahren Wert von Vectron zu schätzen.

508 Weiterhin veröffentlichte die Gesellschaft am 20. Februar 2025 eine Pressemitteilung, in der die Beschleunigung des Geschäftsmodellumbaus angekündigt wurde.⁹⁸ Zum Zeitpunkt der Ankündigung der Strukturmaßnahme lag die Information zur Beschleunigung des Geschäftsmodellumbaus noch nicht vor und ist nicht im umsatzgewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs reflektiert. Es kann somit angezweifelt werden, dass der umsatzgewichtete 3-Monats-Durchschnittskurs das neue Geschäftsmodell hinreichend reflektiert und die wirtschaftlichen Verhältnisse der Gesellschaft bzw. den wahren Wert am Bewertungsstichtag korrekt abbildet.

509 Folglich erachten wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin als sachgerecht, die hinreichende Bepreisung des neuen Geschäftsmodells durch den Markt unter Berücksichtigung des laufenden Transformationsprozesses in Frage zu stellen.

Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses der Vectron Systems AG

510 Aufgrund der von uns vorgenommenen Analysen lassen sich nachstehende Schlussfolgerungen ableiten:

- Angesichts der eingeschränkten Liquidität der Aktien der Vectron Systems AG im Zeitraum vom September 2021 bis September 2024 kann die Aussagekraft des Börsenkurses angezweifelt werden.
- Angesichts der eingeschränkten Informationsverfügbarkeit bezweifeln wir auch, dass die vorliegenden Informationen und Analysen von Finanzanalysten ausreichend waren, damit sich ein aussagekräftiger Börsenkurs zum Börsenkurstichtag hätte bilden können.
- Die Umstellung des Geschäftsmodells spiegelt sich nach unserem Verständnis auch nicht im Börsenkurs wider, was unter anderem auch in den Fehleinschätzungen der Analysten zu der künftigen Entwicklung zum Ausdruck kommt.

511 Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Ausführungen – eingeschränkte Liquidität, nicht ausreichende Informationsbasis, eingeschränkte Aktualität – halten wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin für sachgerecht, im vorliegenden Bewertungsfall die Aussagefähigkeit

⁹⁸ Vectron Systems AG, Pressemitteilung vom 20. Februar 2025.

des Börsenkurses der Vectron Systems AG im Hinblick auf den wahren Wert bzw. die richtige Informationsbewertung der Ertragskraft durch den Markt abzulehnen.

4.8 Angemessenheit der festgelegten Abfindung

512 Der durch die Bewertungsgutachterin ermittelte Wert des Eigenkapitals für die Vectron stellt sich zum 25. April 2025 wie folgt dar:

Unternehmenswert und Wert je Aktie

513 Die Bewertungsgutachterin hat basierend auf einem Ertragswert von EUR 79,7 Mio. und unter Berücksichtigung des Sonderwerts aus Mitarbeiteraktienoptionen i.H.v. EUR -0,9 Mio. einen Unternehmenswert zum 25. April 2025 i.H.v. EUR 78,7 Mio. ermittelt. Daraus ergibt sich ein Unternehmenswert je Aktie zum 25. April 2025 von EUR 8,87. Die Ableitung des Unternehmenswerts und des Werts je Aktie sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 25: Unternehmenswert und Wert je Aktie

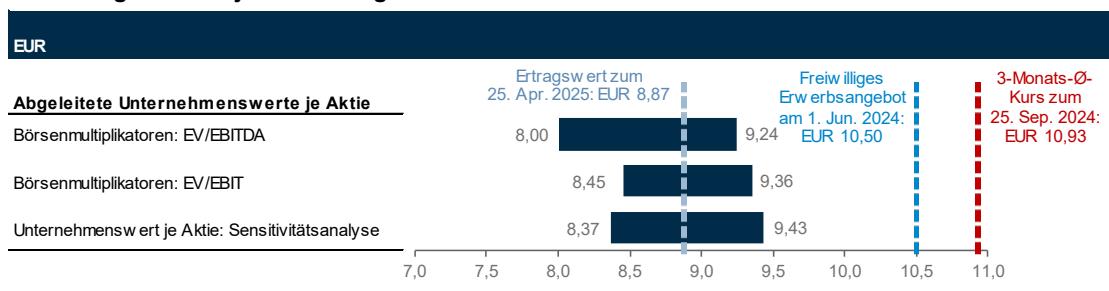
EUR Mio.	25.04.2025
Ertragswert zum 25. April 2025	79,7
(-) Sonderwert: Mitarbeiteraktienoptionen	(0,9)
Unternehmenswert zum 25. April 2025	78,7
Anzahl der Aktien (Mio.)	8,9
Wert je Aktie (EUR)	8,87

Quelle: A&M Analyse.

Vergleichende Übersicht

514 In der nachfolgenden Abbildung haben wir die Ergebnisse der Börsenmultiplikatoren sowie den ermittelten Ertragswert zusammengefasst:

Abbildung 21: Wert je Aktie – Ergebnisübersicht



Quelle: A&M Analyse.

515 Für die Vectron Systems-Gruppe ergibt sich ein objektiver Unternehmenswert inkl. Sonderwert aus Mitarbeiteraktienoptionen zum Bewertungsstichtag am 25. April 2025 i.H.v. EUR 8,87 je Aktie. Dieser Wert liegt unterhalb des 3-Monats-Durchschnittskurs zum 25. September 2024 i.H.v. EUR 10,93 je Aktie sowie unterhalb des freiwilligen Erwerbsangebots vom 1. Juni 2024 i.H.v. EUR 10,50 je Aktie.

516 Der von der Bewertungsgutachterin ermittelte und von uns überprüfte Unternehmenswert wird durch die EBITDA und EBIT-Börsenmultiplikatoren bestätigt.

517 Der 3-Monats-Durchschnittskurs zum 25. September 2024 i.H.v. EUR 10,93 ist folglich als Wertuntergrenze zur Bestimmung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 304, 305 AktG heranzuziehen. Die durch die Geschäftsführung der Arrow HoldCo festgelegte Abfindung pro Aktie von EUR 10,93 stellt somit eine angemessene Abfindung im Sinne des § 305 Abs. 1 AktG dar.

518 Weiterhin haben wir zu Informationszwecken eine Sensitivitätsanalyse vorgenommen, welche die Auswirkungen einer möglichen Veränderung des Basiszinssatzes auf den Unternehmenswert inkl. Mitarbeiteraktienoptionen zum 25. April 2025 beleuchtet. Hierzu haben wir den Basiszinssatz vor Steuern in einer Bandbreite von 2,25% und 3,25% variiert. Der sich ergebende Unternehmenswert beläuft sich auf EUR 8,37 (Basiszinssatz i.H.v. 3,25%) bis EUR 9,43 (Basiszinssatz i.H.v. 2,25%) je Aktie.

4.9 Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung

- 519 Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss den außenstehenden Aktionären bei Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags ein angemessener Ausgleich angeboten werden.
- 520 Gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG ist als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Diese Ausgleichszahlung stellt einen festen Ausgleich dar.

4.9.1 Überprüfung der Ermittlung des Verrentungszinssatzes

- 521 Die Ausgleichszahlung wird i.d.R. durch Verrentung des Ertragswertes ermittelt. Der anzuwendende Verrentungszins hat im Wesentlichen zwei Risiken abzubilden, die die in der Tochtergesellschaft verbleibenden außenstehenden Aktionäre tragen:
- (iii) das Insolvenzrisiko der Muttergesellschaft und
 - (iv) das Risiko der „Auszehrung“ der Tochtergesellschaft durch nachteilige Maßnahmen der Muttergesellschaft bis zur Kündigung des Unternehmensvertrags.
- 522 Zur Bestimmung des Verrentungszinssatzes für den angemessenen Ausgleich sind die konkrete Ausgestaltung des Unternehmensvertrags, die Handlungsmöglichkeiten beider Vertragsparteien während seiner Laufzeit und die möglichen Verhältnisse nach einer Beendigung des Unternehmensvertrags zu berücksichtigen.
- 523 In der Praxis der Unternehmensbewertung haben sich zur Ableitung des Verrentungszinssatzes zwei Ansätze etabliert, die auch in der Rechtsprechung anerkannt sind:⁹⁹
- (i) Der Mittelwertansatz. Beim Mittelwertansatz wird der Basiszins um die Hälfte des Risikozuschlags im Ertragswertverfahren erhöht. Mit einem Mischzinssatz wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die festen Ausgleichszahlungen während der Vertragslaufzeit einem geringeren Risiko unterliegen als die Dividenden eines unabhängigen Unternehmens. Umgekehrt hat aber die Ausgleichszahlung einen höheren Risikogehalt als Erträge aus risikolosen Wertpapieren.
 - (ii) Der Bonitätsansatz (auch Bond-Spread-Ansatz und Credit-Spread-Ansatz). Enthält der Unternehmensvertrag eine Sicherungsklausel, wonach im Fall der Vertragsbeendigung der (damalige) Abfindungsanspruch gemäß § 305 AktG wieder auflebt, besteht für die Aktionäre des Tochterunternehmens ein Schutz gegen die „Auszehrung“ der Tochtergesellschaft durch nachteilige Maßnahmen der Muttergesellschaft. Es verbleibt somit das Bonitätsrisiko der Muttergesellschaft als Schuldnerin der Ausgleichszahlung. Als Ausgangsgröße zur Messung dieses Risikos können Renditevergleiche zwischen Staatsanleihen und Industriefinanzen der Muttergesellschaft oder Credit Default Swaps der Industriefinanz herangezogen werden. Sofern für die Muttergesellschaft ein aussagefähiges Rating verfügbar ist, kann der Bonitätsaufschlag anhand eines Vergleichs der Rendite langfristig laufender Industriefinanzen der entsprechenden Ratingklasse gegenüber laufzeitäquivalenten (risikolosen) Staatsanleihen plausibilisiert werden.
- 524 Der Bonitätsansatz wird primär herangezogen, wenn der Unternehmensvertrag eine Sicherungsklausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots enthält.¹⁰⁰ Im Fall eines Unternehmensvertrags ohne diese Klausel kommt i.d.R. der Mittelwertansatz zur Anwendung.
- 525 Die Bewertungsgutachterin hat den Bonitätsansatz herangezogen. Da der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG eine

⁹⁹ Vgl. Popp/Ruthardt: Abschnitt C - Unternehmensbewertung im Gesellschafts-, Umwandlungs- und Kapitalmarktrecht, in: IDW (Hrsg.): Bewertung und Transaktionsberatung, IDW Verlag, Düsseldorf 2018, Rn. 88 ff; Popp: Zur Berechnung der kapitalisierten Ausgleichszahlung, in: WPg 2018, S. 248 ff.

¹⁰⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21.

Sicherungsklausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots vorsieht, halten wir die Anwendung des Bonitätsansatzes für angemessen.

- 526 Wir haben die Rechenschritte der Bewertungsgutachterin zur Ableitung des Verrentungszinssatzes nachvollzogen. Die Ergebnisse der von uns vorgenommenen Plausibilisierung sind in der folgenden Tabelle dargestellt.

Tabelle 26: Ermittlung des Verrentungszinssatzes

Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	2,75%
Credit Spread	1,84%
Verrentungszinssatz vor persönlichen Steuern	4,59%

Quelle: A&M Analyse.

- 527 Die Bewertungsgutachterin hat den für die Ermittlung der Ausgleichszahlung berücksichtigten Verrentungszinssatz unter Berücksichtigung des Basiszins vor persönlichen Steuern i.H.v. 2,75% und einem Credit Spread i.H.v. 1,84% berücksichtigt. So ergibt sich ein Verrentungszinssatz vor persönlichen Steuern i.H.v. 4,59%.
- 528 Die Bewertungsgutachterin hat den Credit Spread auf Basis des Ratings des Mutterunternehmens der Vectron Systems AG, Shift4 Payments, LLC, abgeleitet. Da sämtliche Anleihen von Shift4 in USD denominated sind, die Bewertung der Vectron Systems-Gruppe aber in EUR erfolgt, hat die Bewertungsgutachterin den barwertäquivalenten Credit Spread von in EUR denominated Unternehmensanleihen derselben Ratingklasse (Moody's Ba3) abgeleitet.
- 529 Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen sowie mit eigenen Analysen plausibilisiert und erachten den berücksichtigten Verrentungszinssatz i.H.v. 4,59% für angemessen.

4.9.2 Überprüfung der Ermittlung des festen Ausgleichs

- 530 Die Bewertungsgutachterin hat die feste Ausgleichszahlung durch eine Verrentung des ertragswertbasierten Unternehmenswertes der Vectron Systems-Gruppe zum 1. Januar 2025 unter Berücksichtigung der Sonderwerte abgeleitet. Da der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Arrow HoldCo und der Vectron Systems AG auf unbestimmte Zeit geschlossen und somit eine lange Laufzeit zu erwarten ist, erachten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin für sachgerecht.
- 531 Dem angemessenen Ausgleich liegt der aktuell gültige Körperschaftsteuersatz und Solidaritätszuschlag zugrunde. In seinem Beschluss vom 21.07.2003, Az. II ZR 17/01, hat der BGH entschieden, dass den außenstehenden Aktionären als angemessener Ausgleich der verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil pro Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-)Körperschaftsteuer i.H. des jeweils gültigen Steuertarifs zuzusichern ist. Somit ist der Ausgleich - entsprechend der Vorgabe des BGH - in eine mit Körperschaftsteuer belastete und eine mit Körperschaftsteuer nicht belastete Komponente aufzuteilen.
- 532 Wir haben die von der Bewertungsgutachterin durchgeführte Ermittlung der Ausgleichszahlung und des Bruttoausgleichs nach den Vorgaben des BGH überprüft und anhand von eigenen Berechnungen nachvollzogen. Die Ergebnisse unserer Prüfungshandlungen sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst.

Tabelle 27: Ermittlung der Ausgleichszahlung und des Bruttoausgleichs

Ertragswert zum 1. Januar 2025 (EUR Mio.)	77,8
Sonderwert: Mitarbeiteraktienoptionen (EUR Mio.)	(0,9)
Unternehmenswert zum 1. Januar 2025 (EUR Mio.)	76,9
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	8,9
Wert je Aktie zum 1. Januar 2025 (EUR Mio.)	8,66
Verrentungszinssatz vor persönlichen Steuern	4,59%
Bruttoausgleichszahlung vor persönlichen Steuern (EUR)	0,47
Körperschaftsteuer + SolZ (EUR)	(0,07)
Ausgleichszahlung vor persönlichen Steuern (EUR)	0,40

Quelle: A&M Analyse.

533 Beim derzeit gültigen Körperschaftsteuersatz von 15,00% und Solidaritätszuschlag von 5,5% hat die Bewertungsgutachterin eine Ausgleichszahlung i.H.v. EUR 0,40 vor persönlichen Steuern errechnet. Der Bruttoausgleich beträgt laut Berechnungen der Bewertungsgutachterin EUR 0,47. Wir halten diese Werte für zutreffend.

534 Analog zur Bewertungsgutachterin haben wir weiterhin eine Sensitivitätsanalyse vorgenommen, welche die Auswirkungen einer möglichen Veränderung der Basiszinssatzes auf die Ausgleichszahlung sowie den Bruttoausgleich vor persönlichen Steuern beleuchtet (ohne Berücksichtigung etwaiger Änderungen des Credit Spreads).

Tabelle 28: Sensitivitätsanalyse zur Ausgleichszahlung in Abhängigkeit des Basiszinssatzes

EUR/Aktie	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
Basiszinssatz	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
Bruttoausgleichszahlung vor persönlichen Steuern	0,45	0,46	0,47	0,48	0,49
Körperschaftsteuer + SolZ	(0,07)	(0,07)	(0,07)	(0,08)	(0,08)
Ausgleichszahlung vor persönlichen Steuern	0,38	0,39	0,40	0,41	0,42

Quelle: A&M Analyse.

535 Hierbei ergab unsere Sensitivitätsanalyse keine Abweichungen im Vergleich zu den durch die Bewertungsgutachterin abgeleiteten Werte.

4.9.3 Angemessenheit der festgelegten Ausgleichszahlung

536 Die angemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG (Bruttogewinnanteil pro Aktie) beläuft sich auf EUR 0,47 abzüglich einer von der Vectron Systems zu entrichtenden Körperschaftsteuer. Der Betrag der jeweils zu entrichtenden Körperschaftsteuer ist unter Berücksichtigung des für das betreffende Geschäftsjahr gültigen Körperschaftsteuersatzes zu bestimmen. Beim derzeit geltenden Körperschaftsteuersatz von 15,00% und Solidaritätszuschlag von 5,5% ist die körperschaftsteuerliche Belastung pro Aktie EUR 0,07 und die Ausgleichszahlung vor persönlichen Steuern liegt bei EUR 0,40 pro Aktie.

4.10 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

537 Im Rahmen der Prüfung der von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Bewertung haben wir folgende besondere Schwierigkeiten im Sinne der §§ 293e Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. 327c Abs. 2 Satz 4 AktG bei der Bewertung der Vectron Systems-Gruppe festgestellt:

- Die Vergangenheit war durch die bereits in der Historie angelaufene Umstellung des Geschäftsmodells im Bereich „POS-Systeme“ stark beeinflusst. Damit waren die historisch erzielten Ergebnisse nur eingeschränkt aussagekräftig für die Zukunft;
- Das Geschäftsmodell der Vectron befindet sich, vor allem aufgrund der Umstellung im Bereich „POS-Systeme“, in einem Umbruch. Während zuvor vor allem Kassensysteme im Rahmen von Einmalkäufen abgesetzt wurden, wird Vectron nach der Akquisition durch Shift4 zu einem Anbieter für Kassensysteme in einem Abonnementmodell mit Payment- und Servicegeschäft. Die zukünftige Geschäftsentwicklung ist damit schwer einschätzbar;
- Aufgrund der vergleichsweise geringen Unternehmensgröße kämen in der internationalen Bewertungspraxis grundsätzlich gesonderte Zuschläge bei den Kapitalkosten in Betracht („Small-Size-Premium“). Solche Zuschläge sind nach dem angewandten Bewertungsstandard IDW S 1 nicht zulässig. Es ist damit im Bereich des Möglichen, dass das Risiko der Vectron bei der zugrundeliegenden Bewertung unterschätzt worden ist.
- Der Fokus der Vectron Systems-Gruppe auf Kassensysteme für die Gastronomie und das Bäckereigewerbe sowie Couponing- und Cashback-Lösungen, welche beide vorwiegend in Deutschland angeboten werden, erschwert die Identifikation vergleichbarer Unternehmen.
- Ebenso ist die Verfügbarkeit von Marktstudien für vergleichbare POS-Systeme aufgrund der Spezialisierung der Vectron Systems auf die Gastronomie und das Bäckereigewerbe sowie den Fokus der Gesellschaft auf den deutschen Markt stark eingeschränkt. Verfügbare Marktstudien zu POS-Lösungen thematisieren zum einen vorwiegend den deutlich breiteren Markt für Kassensysteme für allgemeine Anwendungen (diese sind zu den von der Gesellschaft angebotenen „Speziallösungen“ für die Gastronomie und Bäckereien nur eingeschränkt vergleichbar). Zum anderen decken verfügbare Marktstudien die von der Gesellschaft abgedeckten Märkte nur eingeschränkt ab, weswegen wir uns im Rahmen unserer Marktanalyse im Bereich „POS-Systeme“ auf die prognostizierte Marktentwicklung der Zielbranchen Gastronomie und Bäckereien in Deutschland fokussiert haben.

538 Unabhängig davon möchten wir jedoch betonen, dass die von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Bewertungsparameter diese Schwierigkeiten bei der Prüfung reflektieren und im Sinne der außenstehenden Aktionäre angesetzt worden sind.

Divergierende Auffassungen

539 Wir waren in einem stetigen Austausch mit der Bewertungsgutachterin und haben demnach auch kontinuierlich Vorschläge zur Korrektur der Bewertung gemacht. Diese wurden seitens der Bewertungsgutachterin immer angenommen. Insofern bestanden final keine divergierenden Auffassungen.

5 ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG

540 Als vom Gericht bestellter Vertragsprüfer haben wir den Beherrschungsvertrag zwischen der Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main, und der Vectron Systems AG, Münster, sowie die Angemessenheit der vorgesehenen Abfindung und des vorgesehenen Ausgleichs gemäß § 293b AktG geprüft.

541 Wir haben formell geprüft, ob der Vertrag den gesellschaftsrechtlich erforderlichen Mindestinhalt eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nach der Definition in § 291 Abs. 1 AktG enthält.

542 Wir erteilen folgende abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG:

543 „Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtgemäßen Prüfung gemäß § 293b AktG auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie uns gegebenen Auskünfte können wir bestätigen, dass der vorliegende Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag die gesellschaftsrechtlich erforderlichen Mindestinhalte eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags auf Grund der in diesem Bericht dargestellten Vertragsklauseln erfüllt.

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die vorgesehene Abfindung, nach der die außenstehenden Aktionäre der Vectron Systems AG, Münster, je ausstehender Stückaktie ihrer Gesellschaft EUR 10,93 erhalten, angemessen i.S. des § 305 AktG.

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen ein Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre der Vectron Systems AG, Münster, in Höhe von EUR 0,40 netto je ausstehender Stückaktie ihrer Gesellschaft für jedes volle Geschäftsjahr angemessen i.S. des § 304 AktG.

Die Regelung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, nach der sich die Ausgleichszahlung aus einem festen Brutto-Betrag von EUR 0,47 je ausstehender Stückaktie der Vectron Systems AG, Münster, abzüglich Körperschaftsteuerbelastung und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Jahr geltenden Satz ergibt, beurteilen wir als angemessen i.S.v. § 304 AktG in Verbindung mit der BGH-Entscheidung II ZB 17/01 vom 21. Juli 2003.“

Frankfurt am Main, 24. März 2025

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Dr. Tim Laas - Wirtschaftsprüfer
Managing Director

Michael Englert
Associate Director

ANHANGSVERZEICHNIS

Anhang	Beschreibung
A&M-001	Detaillierte Beschreibung der Vergleichsunternehmen

Prüfungsbericht gemäß § 293b AktG

im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen
der

Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main

und der

Vectron Systems AG, Münster

Az.: 20 O 20/24

Anhang A&M-001: Detaillierte Beschreibung der
Vergleichsunternehmen



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Groupon, Inc.

Unternehmensprofil: Groupon, Inc.									
Unternehmensbeschreibung					Schlüsselinformationen				
<p>Groupon, Inc. betreibt mit seinen Tochtergesellschaften einen Marktplatz, der Verbraucher und Händler durch die Bereitstellung von Rabattangeboten verbindet. Das Unternehmen erzielt Einnahmen in Form von Provisionen durch den Verkauf von Waren oder Dienstleistungen von Drittanbietern und durch die Einlösung von digitalen Kupons, w elche Kunden über den Marktplatz von Groupon erwerben haben. Groupon, Inc. wurde 2008 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Chicago, Illinois.</p>					<p>Hauptsitz: USA Branche: Einzelhandel Geographien: USA (73%), Andere (26%), Nordamerika (exkl. USA) (1%) Segmente: Internet- & Softw arendienstleistungen (100%)</p>				
Finanzübersicht									
USD Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24E	Sep24A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	514,9	492,6	492,6	496,0	538,7	536,6	(1,9%)	4,0%	
% Wachstum	(14,1%)	(4,3%)	(4,3%)	0,7%	8,6%	(0,4%)			
Rohrertrag	450,7	444,3	444,3	448,8	487,5	N/A	(0,2%)	N/A	
% Marge	87,5%	90,2%	90,2%	90,5%	90,5%	N/A			
EBITDA, angepasst	55,5	69,3	69,3	71,3	91,2	87,2	13,4%	10,6%	
% Marge	10,8%	14,1%	14,1%	14,4%	16,9%	16,3%			
EBIT, angepasst	(18,3)	8,8	8,8	15,0	43,7	N/A	N/A	N/A	
% Marge	(3,5%)	1,8%	1,8%	3,0%	8,1%	N/A			
Jahresüberschuss, ang.	(16,1)	9,8	9,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
% Marge	(3,1%)	2,0%	2,0%	N/A	N/A	N/A			
Operativer Cashflow	(78,0)	55,9	55,9	80,3	117,0	N/A	N/A	N/A	
Capex	(19,3)	(15,3)	(15,3)	(22,5)	(28,0)	N/A	8,0%	N/A	
OCF – Capex	(97,3)	40,6	40,6	57,8	89,0	N/A	N/A	N/A	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatzerlöse		0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x			
EV/EBITDA		3,9x	3,9x	3,8x	2,9x	3,1x			
EV/EBIT		30,6x	30,6x	18,0x	6,1x	N/A			
P/E		24,8x	24,8x	N/A	N/A	N/A			

Quellen: S&P Capital IQ; A&M Analyse

Anmerkung: (1) Repräsentative Ausw ahl; keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

HighCo. SA

Unternehmensprofil: HighCo. SA									
Unternehmensbeschreibung					Schlüsselinformationen				
<p>HighCo. SA ist ein Anbieter von Kundeninteraktionslösungen in Frankreich, Belgien und Spanien. Das Unternehmen bietet Dienstleistungen in den Bereichen Markenplattform, Kommunikationsstrategie, Engagement in den sozialen Medien und Medienstrategie sowie Dienstleistungen im Bereich Service-Design, SMS- und Push-Benachrichtigungen, mobile Apps und Websites sowie Treueprogramme. Das Unternehmen bietet weiterhin Softw arelösungen im Bereich Datenerfassung und -analyse, Targeting- und Personalisierungstreiber, prädiktive Algorithmen und GDPR-konforme Technologien sowie Promotions-Mechanik, Multi-Channel-Vertrieb sowie Betriebsmanagement und Coupon-Clearing-Dienste an. Das Unternehmen wurde 1990 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Aix-en-Provence,</p>					<p>Hauptsitz: Frankreich Branche: Werbung Geographien: Frankreich (92%), Belgien (7%), Spanien (1%) Segmente: Werbung (100%)</p>				
Finanzübersicht									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24E	Sep24A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	145,4	139,6	147,1	129,8	129,7	N/A	(5,5%)	N/A	
% Wachstum	(0,7%)	(4,0%)	N/A	(7,0%)	(0,1%)	N/A			
Rohrertrag	74,3	65,9	75,5	63,8	63,7	N/A	(7,4%)	N/A	
% Marge	51,1%	47,2%	51,3%	49,2%	49,2%	N/A			
EBITDA, angepasst	19,7	14,6	20,9	15,7	15,8	N/A	(10,9%)	N/A	
% Marge	13,6%	10,5%	14,2%	12,1%	12,2%	N/A			
EBIT, angepasst	15,9	10,1	16,7	9,7	10,2	N/A	(21,8%)	N/A	
% Marge	10,9%	7,3%	11,4%	7,5%	7,9%	N/A			
Jahresüberschuss, ang.	10,9	6,3	10,9	6,1	6,5	N/A	(25,0%)	N/A	
% Marge	7,5%	4,5%	7,4%	4,7%	5,0%	N/A			
Operativer Cashflow	12,8	11,9	31,9	11,4	11,6	N/A	(5,7%)	N/A	
Capex	(1,9)	(1,4)	(1,1)	(1,4)	(1,5)	N/A	(14,9%)	N/A	
OCF – Capex	10,8	10,5	30,9	10,0	10,1	N/A	(4,2%)	N/A	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatzerlöse		(0,0x)	(0,0x)	(0,0x)	(0,0x)	N/A			
EV/EBITDA		(0,2x)	(0,1x)	(0,2x)	(0,2x)	N/A			
EV/EBIT		(0,3x)	(0,2x)	(0,3x)	(0,3x)	N/A			
P/E		8,4x	4,8x	8,6x	8,2x	N/A			

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Ausw ahl; keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

Lightspeed Commerce, Inc.

Unternehmensprofil: Lightspeed Commerce Inc.

Unternehmensbeschreibung

Lightspeed Commerce Inc. ist ein Anbieter von cloudbasierten Software- und Zahlungslösungen. Das Unternehmen bietet eine Cloud-Plattform für Omni-Channel Commerce, die Betriebsabläufe, Zahlungen und Kundeninteraktionen optimiert. Die Plattform umfasst POS-Systeme, Employee and Inventory Management, Analysen, standortübergreifende Konnektivität und Kundenbindungsprogramme. Das Unternehmen verkauft zudem Hardware für den Zahlungsverkehr. Das Unternehmen wurde 2005 gegründet, firmierte bis August 2021 als Lightspeed POS Inc. und hat seinen Hauptsitz in Montreal, Kanada.

Gesamtunternehmenswert (USD Mio., LTM)

Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)	1.862,5
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig	-
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	-
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter	19,2
(-) Liquide Mittel	(661,6)
Nettofinanzverbindlichkeiten	(642,4)
Gesamtunternehmenswert (WACC)	1.220,1
(+) Minderheitsanteile (Marktwert)	-
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert)	-
(-) Steuerliche Verlustvorträge	-
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto)	-
Anpassungen	-
Gesamtunternehmenswert (angepasst)	1.220,1
Marktkapitalisierung (angepasst)	1.862,5
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung	(34%)

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

Schlüsselinformationen

Hauptsitz: Kanada
Branche: Anwedungssoftware
Geographien: USA (68%), Andere (12%), Australien (7%), Kanada (7%), Vereinigtes Königreich (5%)
Segmente: Softwareentwicklung & Softwareleistungen (100%)

Finanzübersicht

USD Mio., GJE 31 Mär	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24A	Dec24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	730,5	909,3	1.092,9	1.053,6	1.258,9	1.444,4	17,7%	15,0%
% Wachstum	33,2%	24,5%	20,2%	N/A	15,2%	14,7%		
Rohrertrag	332,0	385,3	453,5	438,1	530,0	604,0	17,3%	15,4%
% Marge	45,4%	42,4%	41,5%	41,6%	42,1%	41,8%		
EBITDA, angepasst	(33,9)	1,3	54,0	67,6	80,7	108,2	698,8%	41,5%
% Marge	(4,6%)	0,1%	4,9%	6,4%	6,4%	7,5%		
EBIT, angepasst	(350,3)	(203,0)	(146,1)	(133,0)	(103,0)	(15,5)	N/M	N/M
% Marge	(48,0%)	(22,3%)	(13,4%)	(12,6%)	(8,2%)	(1,1%)		
Jahresüberschuss, ang.	(25,1)	24,5	70,1	64,7	89,7	116,7	91,2%	29,0%
% Marge	(3,4%)	2,7%	6,4%	6,1%	7,1%	8,1%		
Operativer Cashflow	(125,3)	(97,7)	(7,7)	(51,4)	75,6	101,7	N/M	N/M
Capex	(9,2)	(7,5)	(7,2)	(6,2)	(10,4)	(11,8)	N/M	N/M
OCF – Capex	(134,5)	(105,2)	(14,9)	(57,5)	65,3	89,9	N/M	N/M

Börsenmultiplikatoren

EV/Umsatzerlöse	1,3x	1,1x	1,2x	1,0x	0,8x
EV/EBITDA	964,5x	22,6x	18,0x	15,1x	11,3x
EV/EBIT	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M
P/E	75,9x	26,6x	28,8x	20,8x	16,0x

Nayax Ltd.

Unternehmensprofil: Nayax Ltd.

Unternehmensbeschreibung

Nayax Ltd. ist ein Fintech-Unternehmen, das eine Zahlungsplattform für Einzelhändler weltweit betreibt. Das Produktangebot umfasst Software- und Hardwarelösungen für Automaten, Selbstbedienungssysteme und den Einzelhandel. Zu den Softwareprodukten zählen Plattformen zur Verwaltung und Überwachung sowie Lösungen zur Kundenbindung und Vermarktung. Im Hardwarebereich bietet Nayax Kartenleser, Scanner, Kassen und POS-Terminals an. Nayax Ltd. wurde 2005 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Herzliya, Israel.

Gesamtunternehmenswert (USD Mio., LTM)

Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)	1.369,4
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig	39,3
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	30,6
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter	7,5
(-) Liquide Mittel	(92,5)
Nettofinanzverbindlichkeiten	(15,0)
Gesamtunternehmenswert (WACC)	1.354,4
(+) Minderheitsanteile (Marktwert)	-
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert)	(31,1)
(-) Steuerliche Verlustvorträge	(6,5)
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto)	-
Anpassungen	(37,6)
Gesamtunternehmenswert (angepasst)	1.316,8
Marktkapitalisierung (angepasst)	1.362,9
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung	(1%)

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

Schlüsselinformationen

Hauptsitz: Israel
Branche: Elektronische Geräte
Geographien: USA (39%), Europa (exkl. GBR) (24%), Vereinigtes Königreich (12%), Andere (10%), Australien (9%)
Segmente: Internet Software and Services (100%)

Finanzübersicht

USD Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24E	Dec23A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	235,5	314,0	314,0	410,6	513,6	635,2	32,1%	24,4%
% Wachstum	35,7%	33,3%	33,3%	30,8%	25,1%	23,7%		
Rohrertrag	88,3	141,5	141,5	191,1	244,1	311,8	47,1%	27,7%
% Marge	37,5%	45,1%	45,1%	46,5%	47,5%	49,1%		
EBITDA, angepasst	8,2	35,5	35,5	66,0	95,2	136,6	184,6%	43,8%
% Marge	3,5%	11,3%	11,3%	16,1%	18,5%	21,5%		
EBIT, angepasst	(12,4)	3,1	3,1	33,1	59,5	100,6	N/M	74,4%
% Marge	(5,3%)	1,0%	1,0%	8,1%	11,6%	15,8%		
Jahresüberschuss, ang.	N/A	(3,1)	(3,1)	26,9	43,9	65,1	N/A	55,6%
% Marge	N/A	(1,0%)	(1,0%)	6,6%	8,5%	10,2%		
Operativer Cashflow	N/A	42,9	42,9	60,7	81,7	118,0	N/A	39,5%
Capex	N/A	(25,0)	(25,0)	(29,4)	(33,7)	(41,9)	N/A	19,4%
OCF – Capex	N/A	17,9	17,9	31,3	47,9	76,1	N/A	56,0%

Börsenmultiplikatoren

EV/Umsatzerlöse	4,2x	4,2x	3,2x	2,6x	2,1x
EV/EBITDA	37,1x	37,1x	19,9x	13,8x	9,6x
EV/EBIT	424,1x	424,1x	39,8x	22,1x	13,1x
P/E	N/M	N/M	50,7x	31,0x	20,9x

Shift4 Payments, Inc.

Unternehmensprofil: Shift4 Payments, Inc.									
Unternehmensbeschreibung					Schlüsselinformationen				
Shift4 Payments, Inc. bietet Software- und Zahlungsdienstleistungen für Unternehmen verschiedener Branchen an. Das Unternehmen betreibt eine Omni-Channel-Plattform für die Ausführung verschiedener Zahlungsarten. Zudem bietet Shift4 POS-Systeme, Business-Intelligence-Tools, eine E-Commerce-Plattform und Lösungen für die Verwaltung von Treue- und Bestandskunden an. Zusätzlich unterstützt Shift4 Händler und Softwarepartner mit Onboarding-Prozessen, Schulungen, Risikomanagement und Compliance-Dienstleistungen. Shift4 Payments, Inc. wurde 1999 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Center Valley, Pennsylvania.					Hauptsitz: USA Branche: Zahlungsdienstleistungen Geographien:¹ USA (96%), Andere (4%) Segmente:¹ Datenverarbeitung (100%)				
Finanzübersicht									
USD Mio., GJE 31 Dec	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24E	Sep24A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	2.564,8	3.330,6	3.330,6	4.199,5	5.091,2	5.973,7	28,0%	19,3%	
% Wachstum	28,7%	29,9%	29,9%	26,1%	21,2%	17,3%			
Rohhertrag	1.875,9	2.392,9	2.392,9	2.953,3	3.577,2	4.390,7	25,5%	21,9%	
% Marge	73,1%	71,8%	71,8%	70,3%	70,3%	73,5%			
EBITDA, angepasst	459,9	677,4	677,4	846,4	1.007,1	1.157,5	35,7%	16,9%	
% Marge	17,9%	20,3%	20,3%	20,2%	19,8%	19,4%			
EBIT, angepasst	114,8	247,0	247,0	410,2	540,7	610,4	89,0%	22,0%	
% Marge	4,5%	7,4%	7,4%	9,8%	10,6%	10,2%			
Jahresüberschuss, ang.	245,8	423,9	423,9	407,7	507,1	674,8	28,8%	28,7%	
% Marge	9,6%	12,7%	12,7%	9,7%	10,0%	11,3%			
Operativer Cashflow	388,3	500,3	500,3	504,2	687,4	N/A	14,0%	N/A	
Capex	(13,7)	(7,1)	(7,1)	(265,1)	(312,6)	N/A	339,9%	N/A	
OCF – Capex	374,6	493,2	493,2	239,1	374,8	N/A	(20,1%)	N/A	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatzerlöse		3,0x	3,0x	2,4x	2,0x	1,7x			
EV/EBITDA		14,7x	14,7x	11,8x	9,9x	8,6x			
EV/EBIT		40,3x	40,3x	24,3x	18,4x	16,3x			
P/E		15,4x	15,4x	16,0x	12,9x	9,7x			

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

Smaregi, Inc.

Unternehmensprofil: Smaregi, Inc.									
Unternehmensbeschreibung					Schlüsselinformationen				
Smaregi, Inc. entwickelt und vertreibt cloudbasierte Softwarelösungen für kleine und mittelständische Betriebe. Zum Produktangebot gehört ein cloudbasiertes POS-Kassensystem, Softwarelösungen für die Verwaltung von Bestellungen in Restaurants und ein System für das Mitarbeitermanagement (Arbeitszeiterfassung, Gehaltsabrechnung, Schichtplanung und Projektmanagement). Smaregi, Inc. wurde 2005 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Osaka, Japan.					Hauptsitz: Japan Branche: Anwendungsoftware Geographien:¹ Japan (100%) Segmente:¹ Cloud-Dienste (100%)				
Finanzübersicht									
JPY Mio., GJE 30 Apr	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ22A	GJ23E	Apr22A	GJ24F	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ24-26	
Umsatzerlöse	4.148,0	5.800,0	4.148,0	8.235,0	10.000,0	12.545,0	15.460,0	23,4%	
% Wachstum	24,8%	39,8%	N/A	42,0%	21,4%	25,5%	23,2%		
Rohhertrag	2.612,0	N/A	2.612,0	5.179,8	N/A	8.154,3	10.311,8	25,5%	
% Marge	63,0%	N/A	63,0%	62,9%	N/A	65,0%	66,7%		
EBITDA, angepasst	785,4	1.000,0	785,4	1.750,0	2.050,0	2.350,0	N/A	15,9%	
% Marge	18,9%	17,2%	18,9%	21,3%	20,5%	18,7%	N/A		
EBIT, angepasst	682,0	850,0	682,0	1.650,0	2.085,0	2.525,0	3.500,0	23,7%	
% Marge	16,4%	14,7%	16,4%	20,0%	20,9%	20,1%	22,6%		
Jahresüberschuss, ang.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
Operativer Cashflow	N/A	500,0	N/A	1.378,0	1.396,0	1.661,0	2.259,0	9,8%	
Capex	(11,0)	(100,0)	(11,0)	(175,0)	(200,0)	(150,0)	(200,0)	(7,4%)	
OCF – Capex	N/A	400,0	N/A	1.203,0	1.196,0	1.511,0	2.059,0	12,1%	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatzerlöse		7,9x	11,0x	5,5x	4,6x	3,6x	2,9x		
EV/EBITDA		45,6x	58,0x	26,0x	22,2x	19,4x	N/A		
EV/EBIT		53,6x	66,8x	27,6x	21,9x	18,0x	13,0x		
P/E		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

Toast, Inc.

Unternehmensprofil: Toast, Inc.

Unternehmensbeschreibung

Toast, Inc. betreibt eine cloudbasierte Digitalplattform für die Gastronomiebranche. Das Unternehmen bietet Softwarelösungen für Restaurantbetriebe, darunter POS-Systeme, Team- und Lieferantenmanagement, Mehrfilialen-Management, Küchenanzeigen, mobile Bestellungen und Zahlungen sowie Catering- und Event-Management an. Zudem umfasst das Softwareangebot Anwendungen zum Lohn- und Teammanagement, Supply-Chain- und Buchhaltungslösungen sowie ein Backoffice-Tool für die Automatisierung von Buchhaltungsprozessen. Toast, Inc. wurde 2011 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Boston, Massachusetts.

Gesamtunternehmenswert (USD Mio., LTM)

Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)	21.033,2
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig	-
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	-
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter	34,0
(-) Liquide Mittel	(1.417,0)
Nettofinanzverbindlichkeiten	(1.383,0)
Gesamtunternehmenswert (WACC)	19.650,2
(+) Minderheitsanteile (Marktwert)	-
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert)	-
(-) Steuerliche Verlustvorträge	(413,6)
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto)	-
Anpassungen	(413,6)
Gesamtunternehmenswert (angepasst)	19.236,6
Marktkapitalisierung (angepasst)	20.619,6
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung	(7%)

Schlüsselinformationen

Hauptsitz:	USA
Branche:	Zahlungsdienstleistungen
Geographien:	USA (100%)
Segmente:	Datenverarbeitung (100%)

Finanzübersicht

USD Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24E	Sep24A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	3.865,0	4.960,0	4.960,0	6.077,2	7.291,5	8.542,0	25,4%	18,6%
% Wachstum	41,5%	28,3%	28,3%	22,5%	20,0%	17,1%		
Roherttrag	903,0	1.271,0	1.271,0	1.606,3	1.994,8	2.408,6	33,4%	22,5%
% Marge	23,4%	25,6%	25,6%	26,4%	27,4%	28,2%		
EBITDA, angepasst	61,0	373,0	373,0	527,1	732,9	997,5	193,9%	37,6%
% Marge	1,6%	7,5%	7,5%	8,7%	10,1%	11,7%		
EBIT, angepasst	1,0	327,0	327,0	528,7	742,1	1.000,4	N/M	37,6%
% Marge	0,0%	6,6%	6,6%	8,7%	10,2%	11,7%		
Jahresüberschuss, ang.	(234,0)	318,7	318,7	536,7	720,6	1.013,9	N/M	37,4%
% Marge	(6,1%)	6,4%	6,4%	8,8%	9,9%	11,9%		
Operativer Cashflow	135,0	360,0	360,0	536,9	716,9	944,7	99,4%	32,6%
Capex	(42,0)	(54,0)	(54,0)	(64,1)	(79,3)	(99,8)	23,6%	24,7%
OCF – Capex	93,0	306,0	306,0	472,7	637,6	844,9	125,5%	33,7%

Börsenmultiplikatoren

EV/Umsatzerlöse	3,9x	3,9x	3,2x	2,6x	2,3x
EV/EBITDA	51,6x	51,6x	36,5x	26,2x	19,3x
EV/EBIT	58,8x	58,8x	36,4x	25,9x	19,2x
P/E	64,7x	64,7x	38,4x	28,6x	20,3x

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Anmerkung: (1) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt.

ANLAGENVERZEICHNIS

Anlage	Beschreibung
A&M-001	Beschluss des Landgerichts Dortmund vom 13. Januar 2025
A&M-002	Finaler Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 21. März 2025
A&M-003	Patronatserklärung der Shift4 Payments, LLC gegenüber der Arrow HoldCo GmbH vom 18. März 2025

Prüfungsbericht gemäß § 293b AktG

im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen
der

Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main

und der

Vectron Systems AG, Münster

Az.: 20 O 20/24

Anlage A&M-001: Beschluss des Landgerichts Dortmund vom
13. Januar 2025



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

30.01.2025-09:18

0231 926 10200

Landgericht Dortmund

S. 1/2

Landgericht Dortmund
-Geschäftsstelle-



-20- Landgericht Dortmund - Postfach 105044 - 44127 Dortmund

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Tim Laas
Neuer Mainzer Str. 28
60311 Frankfurt

14.01.2025

Seite 1 von 1

Aktenzeichen
20 O 20/24 [AktE]
bei Antwort bitte angeben

Bearbeiter
Frau Kelch
Durchwahl
926-10317

Sehr geehrte Damen und Herren,
in dem Verfahren nach dem AktG
Arrow HoldCo GmbH
erhalten Sie die Anlage(n) zur Kenntnis.

Mit freundlichen Grüßen

Kelch

Justizbeschäftigte

- automatisch erstellt, ohne Unterschrift gültig -

Anschrift
Kaiserstr. 34
44135 Dortmund
Sprechzeiten
Montag bis Freitag 08:30 Uhr bis
12:00 Uhr, Montag bis
Donnerstag 14:00 Uhr bis 15:30
Uhr
Telefon
0231/926-0
Telefax:
0231-926-12319

Nachbriefkasten: Kaiserstr. 34,
44135 Dortmund
Konten der Zahlstelle Dortmund:
Bundesbank IBAN
DE0444000000044001510

Verkehrsanbindung: ab
Dortmund Hbf. mit U 45 Ri
Westfalenhallen oder U 41
Clarenberg oder U 47 Aplerbeck
oder U 49 Ri Hachaney oder bis
Kampstrasse und dann U 43 Ri
Bracke/Wickede bis zum
Ostentor

Informationen zur Verarbeitung personenbezogener Daten in Rechtssachen durch die Justiz in Nordrhein-Westfalen finden Sie unter: www.justiz.nrw/datenschutz/rechtssachen.

20 O 20/24[AktE]



Landgericht Dortmund

Beschluss

In dem Verfahren

betreffend die Bestellung eines gemeinsamen Vertragsprüfers für

einen zwischen der Arrow HoldCo GmbH und der Vectron Systems AG abzuschließenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gemäß §§ 293b ff.

wird auf Antrag

der Beteiligten

die

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,

Tim Laas,

Neue Mainzer Strasse 28

60311 Frankfurt am Main

zum gemeinsamen Vertragsprüfer bestellt.

Der Wirtschaftsprüfer erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung vom 17.12.24 alle notwendigen Voraussetzungen und ist insbesondere nicht nach §§ 319, 319a, 319b HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen.

Dortmund, 13.01.25

Landgericht, 20. Zivilkammer - VI. Kammer für Handelssachen

Dr. Klumpe
Vorsitzender Richter am
Landgericht

Beglaubigt
Urkundsbeamter/in der Geschäftsstelle
Landgericht Dortmund



Prüfungsbericht gemäß § 293b AktG

im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen
der

Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main

und der

Vectron Systems AG, Münster

Az.: 20 O 20/24

A&M-002: Finaler Entwurf des Beherrschungs- und
Gewinnabführungsvertrags vom 21. März 2025



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen

Arrow HoldCo GmbH
Frankfurt am Main

und

Vectron Systems AG
Münster

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen der

Arrow HoldCo GmbH, mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 133907, mit eingetragener Geschäftsanschrift Amelia-Mary-Earhart-Straße 8, 60549 Frankfurt am Main („**Arrow**“)

und der

Vectron Systems AG, mit Sitz in Münster, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Münster unter HRB 10502, mit eingetragener Geschäftsanschrift in Willy-Brandt-Weg 41, 48155 Münster („**Vectron**“ und zusammen mit Arrow die „**Parteien**“, jede eine „**Partei**“).

1. Leitung

- 1.1 Vectron unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft Arrow ab dem Zeitpunkt der Wirksamkeit dieses Vertrags. Dementsprechend ist Arrow berechtigt, dem Vorstand der Vectron hinsichtlich deren Leitung sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen.
- 1.2 Der Vorstand von Vectron ist verpflichtet, die Weisungen der Arrow nach Ziffer 1.1 dieses Vertrags in Übereinstimmung mit § 308 Aktiengesetz („**AktG**“) zu befolgen.
- 1.3 Arrow ist nicht berechtigt, dem Vorstand der Vectron Weisungen in Bezug auf die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung dieses Vertrags zu erteilen.
- 1.4 Weisungen bedürfen der Textform.

2. Gewinnabführung

- 2.1 Vectron verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an Arrow abzuführen. Abzuführen ist – vorbehaltlich der Bildung und Auflösung von Rücklagen nach Ziffer 2.2 dieses Vertrags – der nach § 301 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung zulässige Höchstbetrag.
- 2.2 Vectron kann mit in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung von Arrow Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 HGB) einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist. Auf in Textform nach § 126b BGB erfolgtes Verlangen von Arrow sind, soweit nach §§ 301, 302 AktG in ihrer jeweils gültigen Fassung zulässig, aus während der Dauer dieses Vertrags gebildeten anderen Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 HGB) Beträge zu entnehmen und zum

Ausgleich eines Jahresfehlbetrages zu verwenden oder als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn dieses Vertrags stammt, dürfen weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden.

- 2.3 Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals für den ganzen Gewinn des am 1. Januar 2025 beginnenden oder desjenigen späteren Geschäftsjahres von Vectron, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 7.2 dieses Vertrags wirksam wird. Die Verpflichtung nach Ziffer 2.1 dieses Vertrags ist in jedem Fall mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr von Vectron fällig.

3. Verlustübernahme

- 3.1 Arrow ist nach § 302 Abs. 1 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags von Vectron verpflichtet. Die Bestimmungen des § 302 AktG sind in ihrer Gesamtheit und in ihrer jeweils gültigen Fassung anzuwenden.
- 3.2 Die Verpflichtung zum Verlustausgleich besteht erstmals für das am 1. Januar 2025 beginnende oder dasjenige spätere Geschäftsjahr von Vectron, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 7.2 dieses Vertrags wirksam wird. Die Verpflichtung wird jeweils am Ende eines Geschäftsjahres von Vectron fällig.
- 3.3 Bei einer Beendigung dieses Vertrags während eines Geschäftsjahres von Vectron, insbesondere durch Kündigung aus wichtigem Grund, ist Arrow zur Übernahme desjenigen Fehlbetrags von Vectron verpflichtet, wie er sich aus einer auf den Tag des Wirksamwerdens der Beendigung zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt.

4. Ausgleichszahlung

- 4.1 Arrow verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären von Vectron für die Dauer dieses Vertrags als angemessenen Ausgleich nach § 304 Abs. 1 AktG eine wiederkehrende Geldleistung („**Ausgleichszahlung**“) zu zahlen.
- 4.2 Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr von Vectron für jede nennwertlose auf den Inhaber lautende Stückaktie von Vectron mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von Vectron von EUR 1,00 je Stückaktie (jeweils eine „**Vectron-Aktie**“ und zusammen die „**Vectron-Aktien**“) brutto EUR 0,47 („**Bruttoausgleichsbetrag**“), abzüglich eines Betrages für die Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags gelangen auf den Bruttoausgleichsbetrag von EUR 0,47 je Vectron-Aktie 15% Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5% auf die Körperschaftsteuer (5,5 % von 15% = 0,825 %), d.h. rund EUR 0,07, zum Abzug, woraus sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags nach kaufmännischer Rundung auf

einen vollen Cent-Betrag eine Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 0,40 je Vectron-Aktie für ein volles Geschäftsjahr von Vectron ergibt.

- 4.3 Klarstellend wird vereinbart, dass, soweit gesetzlich vorgeschrieben, anfallende Quellensteuern (z.B. Kapitalertragssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) von der Ausgleichszahlung einbehalten werden.
- 4.4 Die Ausgleichszahlung ist am dritten Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach der ordentlichen Hauptversammlung von Vectron für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr von Vectron, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres von Vectron fällig.
- 4.5 Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der Vectron, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 7.2 dieses Vertrags wirksam wird, gewährt.
- 4.6 Falls dieser Vertrag während eines Geschäftsjahres der Vectron endet oder Vectron während der Laufzeit dieses Vertrags ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag für das betroffene Geschäftsjahr zeitanteilig.
- 4.7 Falls das Grundkapital der Vectron aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Ausgleichszahlung je Vectron-Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Bruttoausgleichsbetrags unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der Vectron durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 4 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus einer solchen Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung aus den neuen Aktien gemäß dieser Ziffer 4 ergibt sich aus der von der Vectron bei Ausgabe der neuen Aktien festgesetzten Gewinnanteilsberechtigung.
- 4.8 Falls ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz („**SpruchG**“) eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Ausgleichszahlung festsetzt oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder in einem Vergleich im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG eine höhere Ausgleichszahlung vereinbart wird, können auch die bereits nach Maßgabe der Ziffer 5 dieses Vertrags abgefundenen außenstehenden Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlungen verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.

5. Abfindung

- 5.1 Arrow verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs von Vectron dessen Aktien gegen eine Barabfindung („**Abfindung**“) von EUR 10,93 je Vectron-Aktie zu erwerben.
- 5.2 Die Verpflichtung von Arrow zum Erwerb der Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Vectron nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305

Abs. 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung des angemessenen Ausgleichs oder der angemessenen Abfindung durch das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht bleibt unberührt; in diesem Fall endet die Frist zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im Bundesanzeiger bekanntgemacht worden ist.

- 5.3 Falls bis zum Ablauf der in Ziffer 5.2 dieses Vertrags bestimmten Frist das Grundkapital von Vectron aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich ab diesem Zeitpunkt die Abfindung je Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung für die zu diesem Zeitpunkt noch nicht abgefundenen Aktien unverändert bleibt. Falls das Grundkapital von Vectron bis zum Ablauf der in Ziffer 5.2 dieses Vertrags bestimmten Frist durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage erhöht wird, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 5 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus dieser Kapitalerhöhung.
- 5.4 Die Übertragung von Vectron-Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre von Vectron kostenfrei.
- 5.5 Falls ein Spruchverfahren nach dem SpruchG eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens oder in einem Vergleich im schriftlichen Verfahren nach § 11 Abs. 4 SpruchG eine höhere Abfindung vereinbart wird, können auch die bereits abgefundenen außenstehenden Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Abfindung verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.
- 5.6 Endet dieser Vertrag aufgrund einer Kündigung der Arrow oder der Vectron zu einem Zeitpunkt, in dem die in Ziffer 5.2 genannte Frist zur Annahme der Abfindung nach Ziffer 5.1 bereits abgelaufen ist, ist jeder zu diesem Zeitpunkt außenstehende Aktionär der Vectron berechtigt, seine zum Zeitpunkt der Beendigung dieses Vertrags von ihm gehaltenen Vectron-Aktien gegen Zahlung der in Ziffer 5.1 bestimmten Abfindung je Vectron-Aktie an Arrow zu veräußern, und Arrow ist verpflichtet, die Vectron-Aktien jedes außenstehenden Aktionärs auf dessen Verlangen zu erwerben. Wird die in Ziffer 5.1 bestimmte Abfindung je Vectron-Aktie durch rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder durch einen Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht, wird Arrow die Vectron-Aktien der außenstehenden Aktionäre unter den in Satz 1 genannten Voraussetzungen gegen Zahlung des im Spruchverfahren oder im Vergleich je Vectron-Aktie festgesetzten Betrages erwerben. Dieses Veräußerungsrecht ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Vectron nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Ziffer 5.3 und Ziffer 5.4 gelten entsprechend.

6. Auskunftsrecht

- 6.1 Arrow ist berechtigt, Bücher und Schriften der Vectron jederzeit einzusehen.

- 6.2 Der Vorstand der Vectron ist verpflichtet, Arrow jederzeit alle verlangten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten von Vectron zu geben.
- 6.3 Unbeschadet der vorstehenden Rechte ist Vectron verpflichtet, Arrow über die geschäftliche Entwicklung, insbesondere über wesentliche Geschäftsvorfälle, laufend zu informieren.

7. Wirksamkeit, Wirkung

- 7.1 Dieser Vertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung der Vectron sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Arrow.
- 7.2 Dieser Vertrag wird wirksam, sobald sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der Vectron eingetragen worden ist. Er gilt bezüglich der Verpflichtung zur Gewinnabführung nach Ziffer 2 dieses Vertrags und der Verpflichtung zur Verlustübernahme nach Ziffer 3 dieses Vertrags rückwirkend ab dem Beginn des Geschäftsjahres von Vectron, in dem das Bestehen dieses Vertrags im Handelsregister von Vectron eingetragen wird.

8. Laufzeit, Kündigung

- 8.1 Dieser Vertrag wird auf unbestimmte Zeit geschlossen.
- 8.2 Arrow kann diesen Vertrag erstmals mit einer Frist von sechs Monaten zum Ende desjenigen Geschäftsjahres von Vectron kündigen, das frühestens mit Ablauf von fünf Zeitjahren nach dem Beginn des Geschäftsjahres endet, für welches die Verpflichtung zur Abführung des Gewinns nach Ziffer 2 dieses Vertrags erstmals besteht.
- 8.3 Danach kann Arrow diesen Vertrag mit einer Frist von sechs Monaten zum Ablauf eines jeden Geschäftsjahres von Vectron kündigen. Das ordentliche Kündigungsrecht von Vectron (§ 297 Abs. 2 AktG) ist ausgeschlossen.
- 8.4 Die Kündigung bedarf der Schriftform. Für die Einhaltung der Kündigungsfristen kommt es auf den Zugang des Kündigungsschreibens bei der jeweils anderen Partei an.
- 8.5 Jede Partei kann diesen Vertrag aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen. Ein solcher Grund liegt insbesondere vor
- a) bei Verlust der unmittelbaren oder mittelbaren Mehrheit der Stimmrechte der Arrow in der Hauptversammlung von Vectron;
 - b) bei Rechtsformwechsel, einer Verschmelzung, Spaltung oder Liquidation einer Partei;
 - c) aus anderen Gründen, die einen wichtigen Grund im steuerlichen Sinne für die Beendigung des Vertrags darstellen.

d) Falls Arrow nach diesem Vertrag bestehende Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllt, soll Vectron Arrow hiervon unterrichten und ihr einen Monat Zeit zur Erfüllung geben, bevor Vectron diesen Vertrag aus wichtigem Grund kündigt. § 297 Abs. 1 Satz 2 AktG bleibt unberührt.

8.6 Im Fall einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet dieser Vertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tages, frühestens jedoch mit Ablauf desjenigen Tages, an dem die Kündigung zugeht.

8.7 Wenn dieser Vertrag endet, hat Arrow den Gläubigern von Vectron nach Maßgabe von § 303 AktG Sicherheit zu leisten.

9. Patronatserklärung

9.1 Die Shift4 Payments, LLC, eine nach dem Recht der Vereinigten Staaten von Amerika gegründete Gesellschaft mit Sitz in Center Valley, Pennsylvania, USA („Shift4“), hält indirekt 100% der Anteile an Arrow.

9.2 Shift4 hat, ohne diesem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag als Vertragspartei beizutreten, mit gesonderter Erklärung vom 18. März 2025 eine Patronatserklärung abgegeben. In dieser in Kopie als **Anlage** beigefügten Patronatserklärung hat sich Shift4 gegenüber Vectron uneingeschränkt und unwiderruflich verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, dass Arrow in der Weise finanziell ausgestattet wird, dass Arrow stets in der Lage ist, alle ihre Verbindlichkeiten aus oder im Zusammenhang mit diesem Vertrag fristgemäß zu erfüllen.

9.3 Ferner steht Shift4 den außenstehenden Aktionären der Vectron uneingeschränkt und unwiderruflich dafür ein, dass Arrow alle ihnen gegenüber bestehenden Verpflichtungen aus oder im Zusammenhang mit diesem Vertrag, insbesondere zur Zahlung von Ausgleich und Abfindung, fristgemäß erfüllt.

10. Schlussbestimmungen

10.1 Sollten einzelne Bestimmungen dieses Vertrags ganz oder teilweise unwirksam oder undurchführbar sein oder werden oder sollte dieser Vertrag eine Regelungslücke enthalten, lässt dies (unwiderlegbar und ohne dass eine Partei die Absicht der Parteien hierüber darlegen oder beweisen müsste) die Wirksamkeit und Durchführbarkeit der übrigen Bestimmungen unberührt. Anstelle der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung oder zur Ausfüllung der Regelungslücke gilt eine angemessene, wirksame und durchführbare Regelung als vereinbart, die dem am nächsten kommt, was die Parteien gewollt haben oder unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck dieses Vertrags gewollt hätten, sofern sie den Punkt von vornherein bedacht hätten.

- 10.2 Zur Auslegung dieses Vertrags sind die ertragsteuerrechtlichen Bestimmungen für die Anerkennung einer Organschaft, insbesondere §§ 14 bis 19 KStG in ihrer jeweils gültigen Fassung zu berücksichtigen.
- 10.3 Die Parteien erklären ausdrücklich, dass dieser Vertrag keine rechtliche Einheit (§ 139 BGB) mit anderen Rechtsgeschäften oder Vereinbarungen, die zwischen den Parteien getätigt oder abgeschlossen wurden oder werden, bildet oder bilden soll.
- 10.4 Änderungen oder Ergänzungen dieses Vertrags bedürfen der Schriftform, sofern nicht notarielle Beurkundung vorgeschrieben ist. Dies gilt auch für dieses Schriftformerfordernis. Im Übrigen gilt § 295 AktG.
- 10.5 Soweit rechtlich zulässig, ist Münster Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus diesem Vertrag.

Unterschriftenseiten folgen

Arrow HoldCo GmbH:

Datum: _____

Datum: _____

Name: _____
Position: Jordan Frankel
Geschäftsführer

Name: _____
Position: David Taylor Lauber
Geschäftsführer

Vectron Systems AG

Datum: _____

Datum: _____

Name: _____
Position: Thomas Stümmler
Mitglied des Vorstands

Name: _____
Position: Dr. Ralf-Peter Simon
Mitglied des Vorstands

Anlage – Patronatserklärung

Prüfungsbericht gemäß § 293b AktG

im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen
der

Arrow HoldCo GmbH, Frankfurt am Main

und der

Vectron Systems AG, Münster

Az.: 20 O 20/24

A&M-003: Patronatserklärung der Shift4 Payments, LLC
gegenüber der Arrow HoldCo GmbH vom 18. März 2025



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Shift4 Payments, LLC
3501 Corporate Pkwy
Center Valley, PA 18034,
USA

Vectron Systems AG
Willy-Brandt-Weg 41
48155 Münster

Patronatserklärung

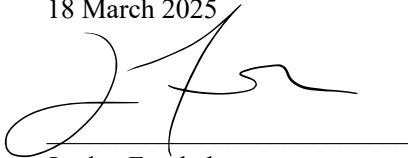
Die Arrow HoldCo GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 133907, mit eingetragener Geschäftsanschrift in c/o Youco24 Business Center, Amelia-Mary-Earhart-Straße 8, 60549 Frankfurt am Main ("**Arrow GmbH**") beabsichtigt, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Vectron Systems AG mit Sitz in Münster, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Münster unter HRB 10502, mit eingetragener Geschäftsanschrift in Willy-Brandt-Weg 41, 48155 Münster ("**Vectron AG**") als abhängigem Unternehmen zu schließen ("**Vertrag**").

Die Shift4 Payments, LLC, eine nach dem Recht der Vereinigten Staaten von Amerika gegründete Gesellschaft mit Sitz in Center Valley, Pennsylvania, USA ("**Shift4**"), hält indirekt sämtliche Geschäftsanteile an der Arrow GmbH und gibt hiermit folgende Erklärungen ab, ohne dabei dem Vertrag beizutreten:

1. Shift4 verpflichtet sich uneingeschränkt und unwiderruflich dafür Sorge zu tragen, dass die Arrow GmbH in der Weise finanziell ausgestattet wird, dass die Arrow GmbH stets in der Lage ist, alle ihre Verbindlichkeiten aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag fristgemäß zu erfüllen. Dies gilt insbesondere für die Pflicht zum Verlustausgleich nach § 302 Aktiengesetz. Nur der Vectron AG steht ein eigener Anspruch, gerichtet auf Zahlung an die Arrow GmbH, zu.
2. Shift4 steht den außenstehenden Aktionären der Vectron AG gegenüber uneingeschränkt und unwiderruflich dafür ein, dass die Arrow GmbH alle ihnen gegenüber bestehenden Verpflichtungen aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag, insbesondere zur Zahlung von Ausgleich, Abfindung und – im Falle einer Annahme des Angebots aus Veräußerung nach einer Kündigung des Vertrages – Kaufpreis, fristgemäß erfüllt. Insoweit steht den außenstehenden Aktionären der Vectron AG ein eigener Anspruch nach § 328 Abs. 1 Bürgerliches Gesetzbuch, gerichtet auf Zahlung an die Arrow GmbH, zu. Die Haftung von Shift4 gemäß den beiden vorgenannten Sätzen gilt jedoch nur für den Fall, dass die Arrow GmbH ihre Verpflichtungen gegenüber den außenstehenden Aktionären der Vectron AG aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag nicht fristgemäß erfüllt und Shift4 ihrer Ausstattungsverpflichtung nach Ziffer 1 dieser Patronatserklärung nicht nachkommt.
3. Diese Patronatserklärung unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

Shift4 Payments, LLC:

Datum: 18 March 2025

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'J. Frankel', is written over a horizontal line.

Name: Jordan Frankel
Position: General Counsel