



Prüfungsbericht

Prüfung des Verschmelzungsvertrags

zwischen der

Schaeffler AG
Herzogenaurach

als übernehmender Rechtsträger

und der

Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft
Regensburg

als übertragender Rechtsträger

Management Summary	Abschnitt	Seite												
Formelle Prüfung des Verschmelzungsvertrags														
<ul style="list-style-type: none"> Vertrag enthält vorgeschriebene Angaben vollständig und richtig 	C	9												
Bewertungsstichtag und Bewertungsmethoden														
<ul style="list-style-type: none"> Bewertungsstichtag 24. April 2024 (Tag der Hauptversammlung von Vitesco Technologies) 	D.V	38												
<ul style="list-style-type: none"> Bewertung jeweils mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 und mit dem adjustierten 3M-VWAP 	D.VI	39												
Planung von Vitesco Technologies														
<ul style="list-style-type: none"> Planungsrechnung von Vitesco Technologies für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignet 	E.II.2.a)	54												
<ul style="list-style-type: none"> Planung von Vitesco Technologies plausibel 	E.II.2.c)	57												
Zu kapitalisierende Nettoeinnahmen von Vitesco Technologies														
<ul style="list-style-type: none"> Überleitung auf das Ergebnis in der Konvergenz- und Fortführungsphase sachgerecht 	E.II.2.d)	66												
<ul style="list-style-type: none"> Netto-Einnahmen fachgerecht abgeleitet 	E.II.2.e)	68												
Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in der ewigen Rente für die Bewertung von Vitesco Technologies														
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Parameter Vitesco Technologies</th> <th>Wert</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)</td> <td>1,84%</td> </tr> <tr> <td>Unverschuldeter Betafaktor</td> <td>1,00</td> </tr> <tr> <td>Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)</td> <td>5,75%</td> </tr> <tr> <td>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)</td> <td>7,34%</td> </tr> <tr> <td>Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)</td> <td>1,52%</td> </tr> </tbody> </table>	Parameter Vitesco Technologies	Wert	Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	1,84%	Unverschuldeter Betafaktor	1,00	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%	Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	7,34%	Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	1,52%	E.II.3	70
Parameter Vitesco Technologies	Wert													
Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	1,84%													
Unverschuldeter Betafaktor	1,00													
Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%													
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	7,34%													
Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	1,52%													
Objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1 von Vitesco Technologies														
<ul style="list-style-type: none"> Unternehmenswert € 5.549,7 Mio. 	E.II.4	91												
<ul style="list-style-type: none"> Wert je Stückaktie € 138,67 														
Bewertung von Vitesco Technologies mit dem Börsenkurs														
<ul style="list-style-type: none"> Unternehmenswert € 3.048,8 Mio. 	E.III	93												
<ul style="list-style-type: none"> Wert je Stückaktie € 76,18 														
Planung von Schaeffler														
<ul style="list-style-type: none"> Planungsrechnung von Schaeffler für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignet 	F.II.2.a)	120												
<ul style="list-style-type: none"> Planung von Schaeffler plausibel 	F.II.2.c)	123												

Zu kapitalisierende Nettoeinnahmen von Schaeffler														
<ul style="list-style-type: none"> Überleitung auf das Ergebnis in der Konvergenz- und Fortführungsphase sachgerecht 	F.II.2.d)	129												
<ul style="list-style-type: none"> Netto-Einnahmen fachgerecht abgeleitet 	F.II.2.e)	131												
Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in der ewigen Rente für die Bewertung von Schaeffler														
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Parameter Schaeffler</th> <th>Wert</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)</td> <td>1,84%</td> </tr> <tr> <td>Unverschuldeter Betafaktor</td> <td>0,95</td> </tr> <tr> <td>Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)</td> <td>5,75%</td> </tr> <tr> <td>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)</td> <td>8,03%</td> </tr> <tr> <td>Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)</td> <td>0,71%</td> </tr> </tbody> </table>	Parameter Schaeffler	Wert	Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	1,84%	Unverschuldeter Betafaktor	0,95	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%	Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	8,03%	Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	0,71%	F.II.3	132
Parameter Schaeffler	Wert													
Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	1,84%													
Unverschuldeter Betafaktor	0,95													
Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%													
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	8,03%													
Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	0,71%													
Objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1 von Schaeffler														
<ul style="list-style-type: none"> Unternehmenswert € 8.298,5 Mio. 	F.II.4	137												
<ul style="list-style-type: none"> Wert je Stückaktie € 12,46 														
Bewertung von Schaeffler mit dem Börsenkurs														
<ul style="list-style-type: none"> 3M-VWAP nicht uneingeschränkt für Bewertung von Schaeffler geeignet Zumindest aber zu adjustieren Unternehmenswert € 4.396,2 Mio. Wert je Stückaktie € 6,60 	F.III	140												
Würdigung der Synergien bei der Ableitung des Umtauschverhältnisses														
<ul style="list-style-type: none"> Kein relevanter Einfluss 	G	151												
Würdigung des Umtauschverhältnisses														
<ul style="list-style-type: none"> Festgelegtes Umtauschverhältnis: 11,4 Schaeffler-Aktien je Vitesco-Aktie Umtauschverhältnis auf Grundlage des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1: 11,13 Schaeffler-Aktien je Vitesco-Aktie Umtauschverhältnis auf Grundlage des adjustierten 3M-VWAP 11,54 Schaeffler-Aktien je Vitesco-Aktie Festgelegtes Umtauschverhältnis innerhalb und in der Mitte der durch die vorstehenden Bewertungsergebnisse determinierten Bandbreite Festgelegtes Umtauschverhältnis deshalb angemessen 	H	152												

Inhalts- und Anlagenverzeichnis

	<u>Seite</u>
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Verschmelzungsprüfung	7
C. Formelle Prüfung des Verschmelzungsvertrags	9
D. Übergreifende Feststellungen aus der materiellen Prüfung des Verschmelzungsvertrags	15
I. Methoden zur Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses	15
II. Bewertungsgrundsätze und -methoden	17
1. Zukunftserfolgswert	18
2. Liquidationswert und Substanzwert	21
3. Vereinfachte Preisfindungen	22
4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse	23
III. Prüfungsvorgehen	25
IV. Markt- und Wettbewerbsumfeld	31
1. Makroökonomische Situation und Ausblick	31
2. Markt- und Wettbewerbsumfeld im Automotive-Markt und im Markt für Elektromobilität	33
3. Markt- und Wettbewerbsumfeld im Markt für Industrieproduktion	37
V. Bewertungsstichtag	38
VI. Bewertungsmethoden	39
E. Prüfungsfeststellungen zum Unternehmenswert von Vitesco Technologies (stand alone)	41
I. Bewertungsobjekt Vitesco Technologies	41
1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse von Vitesco Technologies	41
2. Wirtschaftliche Grundlagen von Vitesco Technologies	45
a) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie von Vitesco Technologies	45
b) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Vitesco Technologies einschließlich Bereinigungen	47
ba) Ertragslage von Vitesco Technologies	47
bb) Vermögens- und Finanzlage von Vitesco Technologies	50
3. Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts von Vitesco Technologies	53
II. Bewertung von Vitesco Technologies mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1	54
1. Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts Vitesco Technologies	54
2. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen von Vitesco Technologies	54
a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess von Vitesco Technologies	54
b) Analyse der Planungstreue von Vitesco Technologies	56
c) Analyse der Planungsrechnung von Vitesco Technologies	57
ca) Übersicht	57
cb) Umsatzerlöse	57
cc) Operatives Ergebnis (EBIT)	59
cd) Jahresüberschuss	61
ce) Bilanz	64
cf) Gesamtwürdigung	65
d) Konvergenz- und Fortführungsphase für die Bewertung von Vitesco Technologies	66
e) Nettoeinnahmen nach persönlichen Steuern von Vitesco Technologies	68
3. Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung von Vitesco Technologies	70
a) Basiszinssatz	70
b) Risikozuschlag	73
ba) Erfassung des Risikos	73
bb) Marktrisikoprämie	75
bc) Betafaktor	81
bca) Methodische und praktische Anwendungsfragen	81
bcb) Originärer Betafaktor von Vitesco Technologies	84
bcc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen	85
bcd) Betafaktor für die Bewertung von Vitesco Technologies	87
c) Wachstumsabschlag für die Bewertung von Vitesco Technologies	88
d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung von Vitesco Technologies	91
4. Ableitung des Unternehmenswerts von Vitesco Technologies	91
a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von Vitesco Technologies	91
b) Sonderwerte für die Bewertung von Vitesco Technologies	91
c) Unternehmenswert von Vitesco Technologies	92
d) Vergleich mit dem Liquidationswert von Vitesco Technologies	93

III.	Bewertung von Vitesco Technologies mit dem Börsenkurs	93
IV.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts von Vitesco Technologies	105
V.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung von Vitesco Technologies	108
F.	Prüfungsfeststellungen zum Unternehmenswert der Schaeffler (stand alone)	109
I.	Bewertungsobjekt Schaeffler	109
1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse von Schaeffler	109
2.	Wirtschaftliche Grundlagen von Schaeffler	111
a)	Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie von Schaeffler	111
b)	Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Schaeffler einschließlich Bereinigungen	115
ba)	Ertragslage von Schaeffler	115
bb)	Vermögens- und Finanzlage von Schaeffler	117
3.	Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts von Schaeffler	119
II.	Bewertung von Schaeffler mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1	119
1.	Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts Schaeffler	119
2.	Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen von Schaeffler	120
a)	Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess von Schaeffler	120
b)	Analyse der Planungstreue von Schaeffler	121
c)	Analyse der Planungsrechnung von Schaeffler	123
ca)	Übersicht	123
cb)	Umsatzerlöse	123
cc)	Operatives Ergebnis (EBIT)	125
cd)	Jahresüberschuss	126
ce)	Bilanz	128
cf)	Gesamtwürdigung	129
d)	Konvergenz- und Fortführungsphase für die Bewertung von Schaeffler	129
e)	Nettoeinnahmen nach persönlichen Steuern von Schaeffler	131
3.	Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung von Schaeffler	132
a)	Unterschiedliche Parametrisierung bei den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes im Vergleich zur Bewertung von Vitesco Technologies	133
aa)	Betafaktor	133
ab)	Wachstumsabschlag	135
b)	Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung von Schaeffler	137
4.	Ableitung des Unternehmenswerts von Schaeffler	137
a)	Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von Schaeffler	137
b)	Sonderwerte für die Bewertung von Schaeffler	138
c)	Unternehmenswert von Schaeffler	139
d)	Vergleich mit dem Liquidationswert von Schaeffler	140
III.	Bewertung von Schaeffler mit dem Börsenkurs	140
IV.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts von Schaeffler	149
V.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung von Schaeffler	150
G.	Würdigung der Synergien bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses	151
H.	Würdigung des festgelegten Umtauschverhältnisses	152
I.	Abschließende Erklärung	154

Anlage 1 Beschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth – 2. Kammer für Handelssachen – zur Bestellung der Verschmelzungsprüferin

Anlage 2 Verschmelzungsvertrag zwischen der Schaeffler AG als übernehmende Gesellschaft und der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft als übertragende Gesellschaft (finaler Entwurf vom 11. März 2024)

Anlage 3 Allgemeine Auftragsbedingungen

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von +/- einer Einheit (€, %, usw.) auftreten.

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

€	Euro
%	Prozent
§	Paragraph
&	Und
3M-VWAP	Gewichteter durchschnittlicher inländischer Börsenkurs einer Aktie während der letzten drei Monate vor einer Veröffentlichung
a.a.O.	Am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
ADAS	Advanced Driver Assistance Systems (Fahrzeugassistenzsysteme)
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
Americas	Segment von Schaeffler in der regionalen Segmentierung, bestehend aus den Subregionen U.S. & Kanada, Südamerika und Mexiko
Amerika	Segment von Vitesco Technologies in der regionalen Segmentierung
Asien	Segment von Vitesco Technologies in der regionalen Segmentierung
Asien/Pazifik	Segment von Schaeffler in der regionalen Segmentierung, bestehend aus den Subregionen Südkorea, Japan, Süd-Ost-Asien und Indien
Automotive Aftermarket	Sparte von Schaeffler; Segment in der produktbezogenen Segmentierung
Automotive Technologies	Sparte von Schaeffler, bestehend aus den Unternehmensbereichen Engine & Transmission Systems, Bearings, E-Mobility und Chassis Systems; Segment in der produktbezogenen Segmentierung
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main
BB	BetriebsBerater (Zeitschrift)
BCA	Vertrag zum Unternehmenszusammenschluss (Business Combination Agreement) zwischen Schaeffler AG und Vitesco Technologies Group AG vom 27. November 2023
BeckRS	Elektronische Entscheidungsdatenbank in beck-online (publizistische Verwendung Verlag C.H.BECK)
Betafaktor	Systematisches Risiko (Marktrisiko) nach dem Capital Asset Pricing Model
BEV	Battery Electric Vehicle (Bezeichnung für ein von einer Batterie rein elektrisch angetriebenes Fahrzeug)
Bewertungsgutachten	Gutachtliche Stellungnahme – Beurteilung des angemessenen Umtauschverhältnisses der Aktien der Schaeffler AG und der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft
Bewertungsgutachter	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH
Bewertungsobjekt (e)	Schaeffler AG und Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft (im jeweiligen Zusammenhang einzeln oder gemeinsam)
Bewertungsstichtag	Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft über den Abschluss des Verschmelzungsvertrags (24. April 2024)
BewertungsPraktiker	Zeitschrift
BGH	Bundesgerichtshof, Karlsruhe

BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (Zeitschrift)
Bid-Ask-Spread	Geld-Brief-Spanne
BVerfG	Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe
BVerfGE	Sammlung der Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (Zeitschrift)
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	Beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate (geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate)
CAPEX	Capital Expenditure (Investitionsausgaben); hier ausschließlich für Investitionen in Sachanlagen ohne Nutzungsrechte verwendet
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Kapitalmarktmodell, welches auf der Portfoliotheorie aufbaut)
CDAX	Composite DAX (marktbreitester deutscher Aktienindex, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten Aktien enthält)
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
CFB	Corporate Finance Biz (Zeitschrift)
Co.	Compagnie (Hinweis auf das Vorliegen eines Gesellschaftsverhältnisses)
CO ₂	Kohlendioxid
DAX	Deutscher Aktienindex (Bezeichnung für den deutschen Aktienindex, der die 40 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält)
DAXsector Automobile	Branchen-Index, in dem in Deutschland börsennotierte Automobilhersteller und -zulieferer mit dem Gewicht ihrer Börsenkapitalisierung enthalten sind
Detailplanungsphase	Geschäftsjahre 2024 bis 2028
Deutschland	Segment von Vitesco Technologies in der regionalen Segmentierung
DVFA	DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
DVFA-Empfehlungen	„Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
e.V.	Eingetragener Verein
EACVA	European Association of Certified Valuators and Analysts (EACVA) e.V., Frankfurt am Main
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern), auch „operatives Ergebnis“
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization of Goodwill (Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern, Abschreibungen und Amortisation von Geschäfts- oder Firmenwerten)
EBT	Earnings Before Taxes (Ergebnis vor Ertragsteuern)
EG	Europäische Gemeinschaft
Electrification Solutions	Division von Vitesco Technologies; Segment in der produktbezogenen Segmentierung

Erwerbsangebot	Freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot von Schaeffler an die Aktionäre von Vitesco Technologies zum Erwerb sämtlicher nicht bereits unmittelbar von Schaeffler gehaltenen Stückaktien gegen Zahlung einer baren Gegenleistung in Höhe von € 91,00 je Vitesco-Aktie (Angebotsunterlage vom 15. November 2023), die mit einer Angebotsänderung vom 27. November 2023 auf € 94,00 erhöht worden ist
EU	Europäische Union
EUR	Euro (Währungscode nach ISO 4217)
Europa	Segment von Schaeffler in der regionalen Segmentierung, bestehend aus den Subregionen Deutschland, Westeuropa, Mittlerer Osten & Afrika sowie Zentral- & Osteuropa; ebenfalls Segment von Vitesco Technologies in der regionalen Segmentierung
EZB	Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main
f.	Folgende (Seite)
Familie Schaeffler	Frau Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann und Herr Georg F.W. Schaeffler
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
FCF	Free Cashflow (vor Ein- und Auszahlungen für M&A-Aktivitäten)/EBIT (nach der Definition der Schaeffler AG für diese Kennzahl)
ff.	Folgende (Seiten)
Fortführungsphase	Konvergenzphase (2029 und 2030) und Phase der ewigen Rente (2031 ff.)
FTE	Full-Time-Equivalent (Vollzeitäquivalent)
GesRRL	Richtlinie (EU) 2017/1132 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Greater China	Segment von Schaeffler in der regionalen Segmentierung, bestehend aus Festlandchina, Taiwan, Hongkong und Macao
Grobplanungsphase	Geschäftsjahre 2029 und 2030 (auch Konvergenzphase)
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister, Abteilung B
Hrsg.	Herausgeber
i.d.F.	In der Fassung
i.V.m.	In Verbindung mit
IAM	Independent Aftermarket (von den OEM unabhängiger, freier Ersatzteilmarkt)
ICE	Internal Combustion Engine (Verbrennungsmotor)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 in der Fassung 2008) vom 2. April 2008
IDW-FN	IDW Fachnachrichten (Zeitschrift; heute: IDW Life)
IDW Life	Mitglieder-Magazin des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW Praxishinweis 2/2017	IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017)

IFRS	International Financial Reporting Standards
IHO	IHO Beteiligungs GmbH und IHO Verwaltungs GmbH, beide Herzogenaurach
INA KG	INA-Holding Schaeffler GmbH & Co. KG, Herzogenaurach
Inc.	Incorporated (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
Industrial	Sparte von Schaeffler; Segment in der produktbezogenen Segmentierung
ISIN	International Securities Identification Number (internationale Wertpapierkennnummer)
ISO	International Organization for Standardization, Genf/Schweiz
KFS/BW 1	Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (Österreich)
KG	Kommanditgesellschaft
Kombiniertes Unternehmen	Schaeffler AG nach der geplanten Verschmelzung der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft auf die Schaeffler AG
Konvergenzphase	Geschäftsjahre 2029 und 2030 (auch Grobplanungsphase)
Lkw	Lastkraftwagen
LLC	Limited Liability Company (US-amerikanische Rechtsform, in der Eigenschaften einer Kapitalgesellschaft mit denen einer Personengesellschaft vereinigt sind)
LP	Limited Partnership (US-amerikanische Rechtsform; einer Kommanditgesellschaft vergleichbar)
M&A	Mergers& Acquisitions (Transaktionen auf dem Markt für Unternehmen)
MDAX	Mid-Cap-DAX (deutscher Aktienindex, der die 50 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält, die auf die 40 Unternehmen des DAX folgen)
Mio.	Million (en)
Mrd.	Milliarde (n)
MSCI World	Weltweiter Aktienindex
m.w.N.	Mit weiteren Nachweisen
n.a.	Not available (nicht verfügbar bzw. Angabe nicht sinnvoll)
Nr.	Nummer
OEM	Original Equipment Manufacturer (Originalausrüstungshersteller; in der Automobilindustrie für Fahrzeughersteller verwendet)
OES	Original Equipment Service (an die OEM gebundener Service)
OLG	Oberlandesgericht
operatives Ergebnis	EBIT
OTC	Over The Counter (außerbörslicher Handel)
Peer	Vergleichsunternehmen
Peer Group	Gruppe von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen
PEV	Plugin Hybrid Electric Vehicle (Plugin-Hybrid-Elektrofahrzeug)
Phase der ewigen Rente	Geschäftsjahre ab 2031 (auch: TV)
Pkw	Personenkraftwagen

Powertrain Solutions	Division von Vitesco Technologies; Segment in der produktbezogenen Segmentierung
ROCE	Return on Capital Employed (Ergebnis auf das eingesetzte Kapital)
Rz.	Randziffer
S&P Global	S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Global Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City, New York/USA
S.A.	Société Anonyme (Rechtsform in französisch geprägten Rechtsräumen; der AG vergleichbar)
S.	Seite
Schaeffler	Schaeffler AG, Herzogenaurach
Schaeffler Holding LP	Schaeffler Holding LP, Dallas, Texas/USA
Schaeffler-Aktie (n)	Schaeffler-Stammaktie (n) bzw. Schaeffler-Vorzugsaktie (n), soweit eine Unterscheidung nicht erforderlich ist
Schaeffler-Gruppe	Schaeffler AG gemeinsam mit den von ihr nach § 17 AktG abhängigen Unternehmen, aber ohne die Vitesco-Gruppe
Schaeffler-Stammaktie (n)	Nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stammaktie (n) der Schaeffler AG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 1,00 (zum 13. März 2024 bereits ausgegebene und künftig auszugebende Stammaktien)
Schaeffler-Vorzugsaktie (n)	Nennwertlose, auf den Inhaber lautende stimmrechtslose Vorzugsaktie (n) der Schaeffler AG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 1,00
SDAX	Small-Cap-DAX (deutscher Aktienindex, der die 70 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält, die auf die 40 Unternehmen des DAX und die 50 Unternehmen des MDAX folgen)
SVA	Schaeffler Value Added (EBIT abzüglich Kapitalkosten auf das durchschnittlich gebundene Kapital; Kennzahl der Schaeffler AG)
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School)
T	Tausend (Euro)
t-Test	Statistischer Hypothesentest
TV	Terminal Value (Phase der ewigen Rente)
Übernehmender Rechtsträger	Schaeffler AG
Übertragender Rechtsträger	Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft
UmwG	Umwandlungsgesetz
US	United States (of America)
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
USD	US-Dollar (Währungscode nach ISO 4217)
usw.	Und so weiter
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
Verordnung (EG) 1287/2006	Verordnung (EG) 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und

	des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie
Verschmelzungsvertrag	Verschmelzungsvertrag zwischen der Schaeffler AG als übernehmende Gesellschaft und der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft als übertragende Gesellschaft (finaler Entwurf vom 11. März 2024)
Verschmelzungsbericht	Gemeinsamer Verschmelzungsbericht nach § 8 Umwandlungsgesetz der Vorstände der Schaeffler AG und der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft über die Verschmelzung der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft auf die Schaeffler AG vom 13. März 2024 (finaler Entwurf vom 11. März 2024)
Verschmelzungsparteien	Schaeffler AG und Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft
Vertrag	Verschmelzungsvertrag
Vertragsparteien	Schaeffler AG und Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft
vgl.	Vergleiche
Vitesco Technologies	Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft, Regensburg
Vitesco-Aktie (n)	Nennwertlose, auf den Namen lautende Stückaktie (n) der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 2,50
Vitesco-Gruppe	Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft gemeinsam mit den von ihr nach § 17 AktG abhängigen Unternehmen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WPH	Wirtschaftsprüfer-Handbuch
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung)
Xetra	Bezeichnung (exchange electronic trading – elektronischer Börsenhandel) eines börslichen Handelsplatzes der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main
z.B.	Zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

Schaeffler AG, Herzogenaurach,¹

als übernehmender Rechtsträger und die

Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft, Regensburg,²

als übertragender Rechtsträger beabsichtigen, einen Verschmelzungsvertrag³ abzuschließen, nach dem Vitesco Technologies unter Auflösung ohne Abwicklung im Wege der Aufnahme durch Übertragung ihres Vermögens als Ganzes gegen die Gewährung von Anteilen an Schaeffler auf Schaeffler verschmolzen wird („Verschmelzung durch Aufnahme“).⁴ Am 11. März 2024 wurde uns der finale Entwurf des Verschmelzungsvertrags⁵ vorgelegt, den wir unserer Prüfung zugrunde gelegt haben.

Ein Verschmelzungsvertrag wird nur wirksam, wenn die Anteilhaber der beteiligten Rechtsträger ihm durch Beschluss in einer Versammlung zustimmen.⁶ Im vorliegenden Fall sollen die Beschlüsse in den jeweiligen ordentlichen Hauptversammlungen gefasst werden, wobei die Hauptversammlung von Vitesco Technologies am 24. April 2024 und die von Schaeffler am 25. April 2024 abgehalten werden soll.

Ein Verschmelzungsvertrag muss insbesondere das Umtauschverhältnis der Anteile und gegebenenfalls die Höhe der baren Zuzahlung enthalten.⁷ Das Umtauschverhältnis bei einer Verschmelzung durch Aufnahme drückt aus, in welchem Verhältnis die untergehenden Anteile an einer übertragenden Gesellschaft gegen neue Anteile der übernehmenden Gesellschaft umzutauschen sind. Dieses Verhältnis muss angemessen sein.⁸ Der Wert der Anteile am übertragenden Rechtsträger muss also dem Wert der neuen Anteile entsprechen.⁹ Der Wert eines Anteils an einem Unternehmen wird im Allgemeinen aus einer Gesamtbewertung des Unternehmens abgeleitet. Bei einer Verschmelzung sind somit mindestens zwei Unternehmensbewertungen durchzuführen.

Unter den in § 29 UmwG genannten Voraussetzungen hat der übernehmende Rechtsträger darüber hinaus ein Angebot zu unterbreiten, die Anteile an dem übertragenden Rechtsträger gegen eine angemessene Barabfindung zu erwerben. Diese Voraussetzungen liegen im vorliegenden Fall nicht vor, so dass eine Barabfindung nicht anzubieten ist.

Die Vertretungsorgane jedes der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger haben einen ausführlichen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Verschmelzung, der Verschmelzungsvertrag oder sein Entwurf im Einzelnen und insbesondere das Umtauschverhältnis der Anteile nebst einer etwaigen baren

¹ „Schaeffler“, „Bewertungsobjekt“ (im jeweiligen Zusammenhang) oder „übernehmender Rechtsträger“; gemeinsam mit den von ihr nach § 17 AktG abhängigen Unternehmen, aber ohne die Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft und deren abhängige Unternehmen „Schaeffler-Gruppe“.

² „Vitesco Technologies“, „Bewertungsobjekt“ (im jeweiligen Zusammenhang) oder „übertragender Rechtsträger“; gemeinsam mit den von ihr nach § 17 AktG abhängigen Unternehmen „Vitesco-Gruppe“ und gemeinsam mit Schaeffler „Bewertungsobjekte“, „Verschmelzungsparteien“ oder „Vertragsparteien“.

³ §§ 4 ff. UmwG.

⁴ § 2 Nr. 1 UmwG.

⁵ Auch „Vertrag“; vgl. Anlage 2; im Verlauf unserer Prüfung hatten wir verschiedene Vorversionen erhalten.

⁶ § 13 Abs. 1 UmwG.

⁷ § 5 Abs. 1 Nr. 3 UmwG.

⁸ § 12 Abs. 2 Satz 1 UmwG.

⁹ Vgl. Bungert in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, Rz 22.11. m.w.N.

Zuzahlung rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden.¹⁰ Der Bericht kann von den Vertretungsorganen auch gemeinsam erstattet werden.¹¹

Die Vorstände von Schaeffler und Vitesco Technologies haben einen gemeinsamen Verschmelzungsbericht im Entwurf vorgelegt.¹² Dieser enthält insbesondere auch eine Erläuterung des Umtauschverhältnisses der Anteile und der zu dessen Ermittlung durchgeführten Unternehmensbewertungen.

Für die Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses haben sich die Vorstände von Schaeffler und Vitesco Technologies der sachverständigen Unterstützung der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München,¹³ bedient. Hinsichtlich der Einzelheiten zur Herleitung und Festlegung des Umtauschverhältnisses verweist der Verschmelzungsbericht auf die Ausführungen von ValueTrust im Bewertungsgutachten,¹⁴ welches dem Verschmelzungsbericht als dessen Anlage 2 in vollständiger Fassung beigefügt ist. Die Vorstände von Schaeffler und Vitesco Technologies machen sich die Ausführungen des Bewertungsgutachtens zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses inhaltlich vollständig zu Eigen.

Ein Verschmelzungsvertrag ist für jede Aktiengesellschaft zu prüfen.¹⁵ Diese Prüfung kann durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer durchgeführt werden.¹⁶ Die Verschmelzungsprüfung dient dem a-priori-Schutz der Anteilshaber der an einer Verschmelzung beteiligten Rechtsträger. Deren Interesse richtet sich vor allem darauf, dass das von den Vertretungsorganen vereinbarte Umtauschverhältnis der Anteile angemessen ist.¹⁷

Schaeffler und Vitesco Technologies haben bei dem zuständigen Landgericht gemeinsam den Antrag gestellt, einen gemeinsamen Verschmelzungsprüfer zu bestellen.¹⁸ Mit Beschluss vom 14. Dezember 2023¹⁹ hat uns das Landgericht Nürnberg-Fürth – 2. Kammer für Handelssachen – zur Verschmelzungsprüferin ausgewählt und bestellt.²⁰ Wir hatten dem Gericht zuvor bestätigt, dass gesetzliche Ausschlussgründe²¹ nicht vorliegen. Wir können demzufolge bestätigen, dass wir die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.²² Die Vertragsparteien haben uns daraufhin mit der Prüfung des Verschmelzungsvertrags beauftragt.

Der Bestellungsbeschluss enthält keine Vorgaben zur Prüfungsdurchführung und Berichterstattung über die Prüfung. Soweit bestimmte Fragestellungen in sich oftmals einer aktien- bzw. umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahme anschließenden gerichtlichen Überprüfungen typischerweise diskutiert werden, greifen wir diese an geeigneter Stelle auf.

¹⁰ § 8 Abs. 1 Satz 1 Halbsatz 1 UmwG; „Verschmelzungsbericht“.

¹¹ § 8 Abs. 1 Satz 1 Halbsatz 2 UmwG.

¹² „Gemeinsamer Verschmelzungsbericht nach § 8 Umwandlungsgesetz der Vorstände der Schaeffler AG und der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft über die Verschmelzung der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft auf die Schaeffler AG vom 13. März 2024“ (Entwurfassung vom 11. März 2024). Der Verschmelzungsbericht nebst Vertrag lag uns im Verlauf unserer Prüfung in mehreren Entwurfassungen vor.

¹³ „ValueTrust“ oder „Bewertungsgutachter“.

¹⁴ „Gutachtliche Stellungnahme – Beurteilung des angemessenen Umtauschverhältnisses der Aktien der Schaeffler AG und der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft“. Das Bewertungsgutachten lag uns im Verlauf unserer Prüfung in mehreren Entwurfassungen vor.

¹⁵ § 60 UmwG.

¹⁶ § 8 Abs. 1 UmwG.

¹⁷ Vgl. z.B. Zeidler in Semler/Stengel/Leonard UmwG § 9 Rz. 2, m.w.N.

¹⁸ § 10 Abs. 1 Satz 2 UmwG.

¹⁹ 2 HKO 7044/23; vgl. Anlage 1.

²⁰ § 10 Abs. 1 Satz 1 UmwG.

²¹ § 11 Abs. 1 Satz 1 und 3 UmwG i.V.m. §§ 319 Abs. 1 bis 4, 319b Abs. 1 HGB (allgemeine Ausschlussgründe) und Artikel 5 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 (Ausschlussgründe bei kapitalmarktorientierten Unternehmen).

²² § 321 Abs. 4a HGB analog.

Gegenstand der von uns durchzuführenden Verschmelzungsprüfung ist der Verschmelzungsvertrag oder sein Entwurf,²³ wobei die Prüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses im Mittelpunkt steht.²⁴ Der Vertrag und die Herleitung des Umtauschverhältnisses werden im Verschmelzungsbericht erläutert und begründet. Die zur Herleitung des Umtauschverhältnisses durchgeführten Unternehmens- bzw. Anteilsbewertungen werden ausführlich im Bewertungsgutachten erläutert. Auf Grundlage der durchgeführten Bewertungen haben sich die Vorstände der Verschmelzungsparteien auf ein Verschmelzungsverhältnis geeinigt. Zu dessen Angemessenheit nimmt der Bewertungsgutachter im Bewertungsgutachten ebenfalls Stellung.

Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Verschmelzungsberichts liegt bei den Vorständen der Vertragsparteien. Seine Verifizierung gehört nicht zu den Aufgaben des Verschmelzungsprüfers.²⁵

Wir weisen ferner ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzernabschlüsse, Konzernlageberichte, Jahresabschlüsse und Lageberichte oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind ebenfalls 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.

Wir haben die Prüfung des Verschmelzungsvertrags – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 15. Dezember 2023 und somit vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch ValueTrust (11. März 2024) aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Angemessenheitsprüfungen üblich und durch die höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.²⁶ Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein Prüfungsurteil abzugeben. Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden keine divergierenden Auffassungen. Prüfungsfeststellungen wurden in die Bewertungsmodelle eingearbeitet.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir die für Bewertungen relevanten Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf,²⁷ beachtet. Das sind insbesondere der IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 in der Fassung 2008) vom 2. April 2008²⁸ und der IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017).²⁹ Daneben haben wir auch weitere fachliche Hinweise³⁰ des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW³¹ berücksichtigt.

²³ § 9 Abs. 1 UmwG.

²⁴ Was sich bereits aus den Berichtspflichten des Verschmelzungsprüfers (§ 12 UmwG) ergibt (§ 12 Abs. 2 Satz 1 UmwG).

²⁵ Vgl. z.B. Zeidler in Semler/Stengel/Leonard UmwG § 9 Rz. 17 ff., m.w.N.

²⁶ Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006, II ZR 225/04, BB 2006, S. 2543 ff.

²⁷ „IDW“.

²⁸ „IDW S 1“.

²⁹ „IDW Praxishinweis 2/2017“.

³⁰ Wie beispielsweise „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen“ vom 25. März 2020 sowie „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022.

³¹ „FAUB“.

Der IDW S 1 ist das zentrale Dokument, in dem dargestellt ist, wie Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Somit ist er insbesondere für Gerichte nicht bindend. Die in ihm enthaltenen Empfehlungen sind für die Gerichte bei deren Überprüfung der Angemessenheit von Kompensationsleistungen (Abfindungen, Ausgleichszahlungen) oder Umtauschverhältnissen aber eine wesentliche Erkenntnisquelle, um beurteilen zu können, ob die jeweilige Vorgehensweise, wie ein Unternehmenswert fundamentalanalytisch ermittelt worden ist, im konkreten Einzelfall methodisch einwandfrei ist.³²

Bei Durchführung unserer Prüfung haben wir zahlreiche Besprechungen mit Vertretern der Verschmelzungsparteien sowie dem Bewertungsgutachter abgehalten. Im Rahmen dieser Besprechungen haben uns Vertreter der Verschmelzungsparteien insbesondere deren Geschäftsmodell und Strategie, das jeweilige Markt- und Wettbewerbsumfeld, die Chancen und Risiken sowie die jeweils vorgelegte Planungsrechnung erläutert und unsere Fragen beantwortet.

Für unsere Prüfung wurde uns eine Vielzahl von Dokumenten vorgelegt. Wesentliche Unterlagen sind insbesondere die Folgenden:

- Verschmelzungsbericht (Entwurf vom 11. März 2024) einschließlich des als dessen Anlage 1 in Kopie beigefügten Vertrags (finaler Entwurf vom 11. März 2024)
- Bewertungsgutachten vom 11. März 2024
- Aktuelle Fassungen der Satzungen von Schaeffler und Vitesco Technologies
- Aktuelle Abrufe der Handelsregisterauszüge von Schaeffler und Vitesco Technologies
- Protokolle über die Sitzungen des Aufsichtsrats und des Vorstands von Schaeffler und Vitesco Technologies seit Januar 2022³³
- Berichte über die Prüfung des nach den International Financial Reporting Standards,³⁴ wie sie in der Europäischen Union³⁵ anzuwenden sind, und den ergänzend nach § 315e Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften aufgestellten Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts von Schaeffler und Vitesco Technologies für die Geschäftsjahre 2021 und 2022 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlusses und Konzernlageberichts
- Testierte Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte von Schaeffler und Vitesco Technologies für das Geschäftsjahr 2023
- Nach den IFRS aufgestellte, integrierte Konzernplanung von Schaeffler und Vitesco Technologies für die Geschäftsjahre 2024 bis 2028 einschließlich einer ausführlichen Dokumentation des jeweiligen Prozesses
- Präsentationen und Aufgliederungen von Schaeffler und Vitesco Technologies zum jeweiligen Geschäftsmodell und der Strategie sowie zu Einzelheiten der vorgelegten Planungsrechnungen und zu Planungen und Entwicklungen der Vergangenheit
- Unterlagen zu den verzinslichen Posten sowie Zinsaufwendungen und -erträgen sowie zu den steuerlichen Verhältnissen von Schaeffler und Vitesco Technologies
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters und die zur Wertableitung verwendeten Bewertungsmodelle³⁶
- Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld von Schaeffler und Vitesco Technologies

³² Vgl. z.B. BGH, Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, AG 2016, S. 135 ff.

³³ Soweit diese bereits genehmigt sind.

³⁴ „IFRS“.

³⁵ „EU“.

³⁶ Wir haben die Bewertungsmodelle und weitere Modelle (insbesondere zur Herleitung der Kapitalmarktdaten) als sogenannte Wertekopie zu unseren Akten genommen. Für Zwecke der Prüfung hat uns der Bewertungsgutachter zusätzlich einen lesenden virtuellen Zugang zu seinen Originalmodellen verschafft.

Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns vor allem auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Global Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City, New York/USA,³⁷ gelieferten Daten gestützt.

Unsere Prüfungsergebnisse beruhen im Wesentlichen auf der Prüfung von Unterlagen von Schaeffler und Vitesco Technologies, auf Auskünften der uns benannten Auskunftspersonen sowie auf dem Bewertungsgutachten und den ergänzend durch den Bewertungsgutachter erteilten Informationen. Über die so erhaltenen Informationen hinaus haben wir eigene Untersuchungen und Berechnungen durchgeführt.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns bereitwillig erteilt.

Die Vertreter von Schaeffler und Vitesco Technologies haben uns mit heutigem Datum jeweils eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung des Vertrags von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt worden sind.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung (12. März 2024) und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung von Vitesco Technologies über den Abschluss des Vertrags (24. April 2024), der den Bewertungsstichtag bestimmt,³⁸ wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Zeichnung des Bewertungsgutachtens bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung des angemessenen Umtauschverhältnisses zu berücksichtigen. Diesbezüglich werden wir am Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung von Vitesco Technologies Erklärungen zur Aktualisierung der Vollständigkeitserklärungen einholen und eine Stichtagserklärung zur Angemessenheit des Umtauschverhältnisses erteilen.

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

Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß § 12 UmwG den folgenden Bericht.

Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die vorstehend genannten Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden Hauptversammlungen von Schaeffler und Vitesco Technologies sowie die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.³⁹ Eine Weitergabe des Prüfungsberichts an die Finanzbehörden, die Abschlussprüfer der beiden Vertragsparteien sowie mit der juristischen bzw. steuerlichen Beratung im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verschmelzung beauftragte Rechtsanwälte und Steuerberater ist ebenfalls zulässig.

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

³⁷ „S&P Global“.

³⁸ Vgl. z.B. Zeidler in Semler/Stengel/Leonard UmwG § 9 Rz. 41, m.w.N. Die Hauptversammlung, in der Schaeffler über den Vertrag Beschluss fassen soll, soll am 25. April 2024 durchgeführt werden. Das ist im Vertrag klarstellend auch so vereinbart.

³⁹ Auch in sich etwa den beschlussfassenden Hauptversammlungen anschließenden Gerichtsverfahren wie insbesondere Anfechtungsklagen; Freigabeverfahren und Spruchverfahren.

sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den Vertragsparteien und ihren Anteilshabern gilt § 11 Abs. 2 UmwG i.V.m. § 323 HGB.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Verschmelzungsprüfung

Gemäß § 9 Abs. 1 UmwG ist Gegenstand der Verschmelzungsprüfung der Verschmelzungsvertrag oder sein Entwurf. Auf welche Art die Prüfung durchzuführen ist und welchen Umfang die Prüfung hat, ergibt sich nicht unmittelbar aus dem Gesetz.

Aus der Kommentierung⁴⁰ ergibt sich, dass die Pflichtbestandteile des Verschmelzungsvertrags auf Vollständigkeit und Richtigkeit zu prüfen sind. Bei der Prüfung steht aber die Prüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses einschließlich einer etwaigen baren Zuzahlung im Mittelpunkt.⁴¹

Die Zweckmäßigkeit der Verschmelzung ist nicht Gegenstand der Prüfung. Auch der Verschmelzungsbericht ist selbst nicht Gegenstand der Prüfung. Die in ihm enthaltenen Angaben können aber bei Durchführung der Prüfung mit herangezogen werden, insbesondere soweit sie das Umtauschverhältnis erläutern und begründen.

Der Gegenstand der Prüfung beinhaltet somit einen formellen und einen materiellen Teil.

Im formellen Teil der Prüfung ist zu verifizieren, ob der Vertrag die gesetzlich vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.

Im materiellen Teil der Prüfung ist zu verifizieren, ob das vorgeschlagene Umtauschverhältnis einschließlich einer etwaigen baren Zuzahlung – und gegebenenfalls die angebotene Barabfindung –⁴² unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Bewertungsobjekte zum Bewertungsstichtag als angemessen anzusehen ist. Der materielle Teil der Prüfung erstreckt sich darauf, ob die für die Berechnung des Umtauschverhältnisses zugrunde gelegten Methoden den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entsprechen, die hierbei zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet sind und die Zukunftseinschätzungen plausibel erscheinen. Es ist nicht die Aufgabe des Prüfers, die für die Ableitung des Umtauschverhältnisses erforderlichen Unternehmensbewertungen selbst durchzuführen.

Der Verschmelzungsprüfer hat über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten.⁴³ Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob das vorgeschlagene Umtauschverhältnis der Anteile, gegebenenfalls die Höhe der baren Zuzahlung oder die Mitgliedschaft bei dem übernehmenden Rechtsträger, als Gegenwert angemessen ist.⁴⁴

⁴⁰ Vgl. z.B. Zeidler in Semler/Stengel/Leonard UmwG § 9 Rz. 14 ff.

⁴¹ Was sich bereits aus den Berichtspflichten des Verschmelzungsprüfers (§ 12 UmwG) ergibt (§ 12 Abs. 2 Satz 1 UmwG).

⁴² Barabfindung nach § 29 UmwG; im vorliegenden Fall nicht einschlägig.

⁴³ § 12 Abs. 1 Satz 1 UmwG.

⁴⁴ § 12 Abs. 2 Satz 1 UmwG.

Dabei ist anzugeben,⁴⁵

- nach welchen Methoden das vorgeschlagene Umtauschverhältnis ermittelt worden ist;
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
- welches Umtauschverhältnis oder welcher Gegenwert 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 Umtauschverhältnisses oder des Gegenwerts und der ihnen zugrundeliegenden Werte beigemessen worden ist und, falls in den an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträgern unterschiedliche Methoden verwendet worden sind, ob die Verwendung unterschiedlicher Methoden gerechtfertigt war;
- welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der Rechtsträger aufgetreten sind.

Unser Prüfungsbericht gibt in seinem materiellen Teil das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit des vorgeschlagenen Umtauschverhältnisses wieder und stellt in diesem Zusammenhang umfassend das Prüfungsvorgehen und die Prüfungsergebnisse im Einzelnen dar. Wegen detaillierter Zahlenangaben und der ausführlichen Begründungen für die Ermittlung von Ergebnis- und Wertbestandteilen verweisen wir zur Vermeidung von Wiederholungen auf die ausführlichen Angaben im Bewertungsgutachten, welches dem Verschmelzungsbericht als Anlage beigefügt ist.

Insoweit werden die Berichtsadressaten in die Lage versetzt, zwar bereits auf der Grundlage allein unseres Prüfungsberichts die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses nachvollziehen zu können, sich aber für weitergehende Detailinformationen bei Bedarf auch des Verschmelzungsberichts, insbesondere des ihm beigefügten Bewertungsgutachtens, zu bedienen.

⁴⁵ § 12 Abs. 2 Satz 2 UmwG.

C. Formelle Prüfung des Verschmelzungsvertrags

Der Mindestinhalt eines Verschmelzungsvertrags ergibt sich aus § 5 Abs. 1 Nr. 1 bis 9 UmwG. Diese Angaben sind als Pflichtbestandteile des Verschmelzungsvertrags Gegenstand der Verschmelzungsprüfung. Die Prüfung der fakultativen Bestandteile des Verschmelzungsvertrags wird im Allgemeinen nicht zum Gegenstand der Verschmelzungsprüfung gezählt.⁴⁶

Die Prüfung von Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertrags bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den beteiligten Rechtsträgern, die Einzelheiten zur Übertragung des Vermögens des übertragenden Rechtsträgers und der Übertragung der Anteile sowie deren Umtauschverhältnis, die Regelungen im Zusammenhang mit dem Verschmelzungstichtag, gegebenenfalls bestimmten Personengruppen eingeräumte Sonderrechte oder für diese vorgesehene Maßnahmen sowie die Folgen der Verschmelzung für die Arbeitnehmer und die insoweit vorgesehenen Maßnahmen.

Firma und Sitz der beteiligten Rechtsträger (§ 5 Abs. 1 Nr. 1 UmwG)

Firma und Sitz der beteiligten Rechtsträger sind im Rubrum des Vertrags genannt und entsprechen jeweils den Bestimmungen in den Satzungen von Schaeffler und Vitesco Technologies und den Eintragungen der bei den Amtsgerichten Fürth bzw. Regensburg geführten Handelsregistern der Gesellschaften.

Die gesetzlichen Vorgaben werden somit vollständig und richtig erfüllt.

Vereinbarung der Vermögensübertragung gegen Anteile (§ 5 Abs. 1 Nr. 2 UmwG)

Gemäß Ziffer 1 des Vertrags überträgt Vitesco Technologies ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 60 ff. UmwG auf Schaeffler gegen Gewährung von Aktien an Schaeffler⁴⁷ an die nicht an dem Vertrag beteiligten Aktionäre von Vitesco Technologies (Verschmelzung durch Aufnahme).

Schaeffler werden gemäß Ziffer 2.2 des Vertrags allerdings für die von ihr bei Wirksamwerden der geplanten Verschmelzung gehaltenen Aktien von Vitesco Technologies⁴⁸ keine neuen Schaeffler-Aktien gewährt (§§ 20 Abs. 1 Nr. 3 Satz 1 Halbsatz 2 Fall 1, 68 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 UmwG). Dasselbe gilt auch für Vitesco-Aktien, die Vitesco Technologies selbst zum Zeitpunkt der Beschlussfassung halten würde⁴⁹ (§§ 20 Abs. 1 Nr. 3 Satz 1 Halbsatz 2 Fall 2, 68 Satz 1 Nr. 2 UmwG).

Gemäß Ziffer 2.3 des Vertrags wird die Schaeffler AG ihr Grundkapital zur Durchführung der geplanten Verschmelzung von € 666.000.000,00 um € 278.888.641,00 auf € 944.884.641,00 durch Ausgabe von 278.884.641 neuen, auf den Inhaber lautenden, nennbetragslosen Stückaktien (Stammaktien) mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteil am Grundkapital von Schaeffler von je € 1,00 erhöhen.

⁴⁶ Vgl. z.B. Zeidler in Semler/Stengel/Leonard UmwG § 9 Rz. 14 ff. Demzufolge beziehen sich die folgenden Ausführungen nicht auf die Regelungen der Ziffern 6 bis 10 des Vertrags.

⁴⁷ Insgesamt „Schaeffler-Aktie (n)“.

⁴⁸ „Vitesco-Aktie (n)“. Nach der finalen Entwurfsfassung des Verschmelzungsberichts hält Schaeffler 15.557.631 Vitesco-Aktien.

⁴⁹ Nach der finalen Entwurfsfassung des Verschmelzungsberichts hält Vitesco Technologies zum Erstellungszeitpunkt allerdings keine eigenen Aktien.

In Bezug auf die vorgenannten Regelungen des Vertrags zur Vermögensübertragung gegen die Gewährung von Anteilen nehmen wir wie folgt Stellung.⁵⁰

Schaeffler wird durch die Vermögensübertragung Gesamtrechtsnachfolgerin von Vitesco Technologies.

Für die Übertragung des Vermögens sind als Gegenleistung Aktien zu gewähren. Dafür ist es erforderlich, das Grundkapital des übernehmenden Rechtsträgers Schaeffler in dem Umfang zu erhöhen, der sicherstellt, dass die Aktionäre von Vitesco Technologies die Anzahl an neuen Schaeffler-Aktien erhalten, die zur Herstellung des angemessenen Umtauschverhältnisses erforderlich ist.

Die Anzahl der neu auszugebenden Schaeffler-Aktien ergibt sich aus einer Berechnung, bei der der Wert der alten Schaeffler-Aktien vor Durchführung der geplanten Verschmelzung mit dem Wert des übergehenden Vermögens verglichen wird.

Hinsichtlich der Gewährung von Anteilen ist es grundsätzlich erforderlich, dass sämtliche Anteilseigner aller an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger nach der Verschmelzung an dem übernehmenden Rechtsträger beteiligt zu sein haben (Grundsatz der Mitgliederidentität).

Im vorliegenden Fall sind sämtliche Aktionäre der beteiligten Rechtsträger Vitesco Technologies und Schaeffler nach der geplanten Verschmelzung an Schaeffler als übernehmender Rechtsträger beteiligt.⁵¹ Dritte erhalten keine Aktien. Somit wird der Grundsatz der Mitgliederidentität beachtet.

Das Verhältnis der Beteiligungen der Aktionäre der beteiligten Rechtsträger Vitesco Technologies und Schaeffler zueinander muss vor und nach Durchführung der geplanten Verschmelzung grundsätzlich zu dem gleichbleiben (Grundsatz der Quoten- und Wertidentität).

Die nominalen Quoten der Aktionäre verschieben sich im vorliegenden Fall allerdings dadurch, dass Schaeffler Vitesco-Aktien hält, weil für diese keine neuen Schaeffler-Aktien gewährt werden können, da Schaeffler insoweit keine Schaeffler-Aktien erhalten darf.⁵²

Insoweit darf gemäß § 68 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 UmwG das Kapital von Schaeffler nicht erhöht werden. Dies ist – wie vorstehend angeführt – bei der Ermittlung des Umtauschverhältnisses zu berücksichtigen. Hinsichtlich der Prüfung des Umtauschverhältnisses und damit zu der Einhaltung des Grundsatzes der Wertidentität im vorliegenden Fall verweisen wir auf unsere Ausführungen zur materiellen Prüfung des Verschmelzungsvertrags.

Grundsätzlich müssen die einem Anteilseigner am übernehmenden Rechtsträger eingeräumten Anteile darüber hinaus möglichst weitgehend die gleichen Rechte verkörpern, die er am übertragenden Rechtsträger hatte (Grundsatz der Gattungsidentität).

⁵⁰ Vgl. zur rechtlichen Würdigung in diesem Abschnitt insgesamt Zeidler in Semler/Stengel/Leonard UmwG § 5.

⁵¹ Unter Berücksichtigung von §§ 20 Abs. 1 Nr. 3 Satz 1, 68 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 UmwG. Siehe unten.

⁵² §§ 20 Abs. 1 Nr. 3 Satz 1, 68 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 UmwG.

Schaeffler und Vitesco Technologies werden beide in der Rechtsform der Aktiengesellschaft geführt. Insofern sind die Anteile in beiden Fällen grundsätzlich fungibel, da sie durch ein formloses Rechtsgeschäft übertragen werden können.

Die Schaeffler-Aktien lauten allerdings auf den Inhaber, während die Vitesco-Aktien auf den Namen lauten. Für Namensaktien wird ein Aktienregister geführt. Im Verhältnis zur Gesellschaft bestehen Rechte und Pflichten aus Aktien nur für und gegen den im Aktienregister Eingetragenen.⁵³ Diese denkbare Beeinträchtigung der Rechte aus einer Aktie ist in der Praxis im Allgemeinen nicht relevant. Im Übrigen erhalten die Aktionäre von Vitesco Technologies im vorliegenden Fall als Gegenleistung für die Hingabe des Vermögens von Vitesco Technologies eine Aktie, die theoretisch fungibler ist.

Von wesentlich höherer Bedeutung für die Fungibilität einer Aktie ist die Frage, ob und in welchem Marktsegment diese börsennotiert ist. Die Vitesco-Aktie ist bislang im regulierten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen und wird auch an weiteren Börsenplätzen – direkt oder indirekt – gehandelt.⁵⁴ Sie ist unter anderem im MDAX⁵⁵ enthalten. Die Schaeffler-Vorzugsaktie ist ebenfalls zum Handel im Prime Standard zugelassen und wird an weiteren Börsenplätzen gehandelt.⁵⁶ In Ziffer 2.8 des Vertrags verpflichtet Schaeffler sich, die Zulassung aller Schaeffler-Aktien – und damit auch der als Gegenleistung zu gewährenden Aktien – im regulierten Markt (Prime Standard) zu beantragen, um die Zulassung der Aktien möglichst zeitnah nach Wirksamwerden der geplanten Verschmelzung zu bewirken.⁵⁷ Im Übrigen ist die Schaeffler-Aktie derzeit unter anderem im SDAX⁵⁸ enthalten. Mittelfristig wird angestrebt, dass auch die Schaeffler-Aktie in den MDAX aufgenommen wird.

Unter Würdigung der vorstehend genannten geringfügigen Unterschiede zwischen den beiden Aktien ist zusammenfassend festzuhalten, dass die Fungibilität der erhaltenen Anteile nicht geringer als die der hingegebenen Anteile ist. Die Ausnahmetatbestände, nach denen in den in § 29 UmwG bestimmten Fällen Anteilsinhabern als Gegenleistung für den Erwerb ihrer Anteile anstelle der Anteile an dem übernehmenden Rechtsträger einschließlich einer baren Zuzahlung eine angemessene Barabfindung anzubieten ist, sind nicht einschlägig, da zwei börsennotierte Aktiengesellschaften miteinander verschmolzen werden, und die Anteile insoweit gattungsidentisch sind. Demzufolge wird in Ziffer 2.8 des Vertrags ausdrücklich festgestellt, dass ein Abfindungsangebot gemäß § 29 UmwG nicht erforderlich ist.

Der Grundsatz der Gattungsidentität könnte allerdings dann verletzt sein, wenn sich die hingegebenen Aktien von den erhaltenen Aktien in ihrer Ausstattung unterscheiden. Bei Vitesco Technologies gibt es nur eine Aktiengattung. Bei Schaeffler waren bislang sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien ausgegeben. Im Rahmen des beabsichtigten Unternehmenszusammenschlusses haben die Stammaktionäre von Schaeffler in einer außerordentlichen Hauptversammlung und die Vorzugsaktionäre von Schaeffler in einer gesonderten Versammlung der Vorzugsaktionäre beschlossen, die Vorzugsaktien ohne Stimmrecht

⁵³ § 67 Abs. 2 Satz 1 AktG.

⁵⁴ Im Einzelnen siehe Abschnitt E.I.1.

⁵⁵ Mid-Cap-DAX (deutscher Aktienindex, der die 50 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält, die auf die 40 Unternehmen des DAX folgen).

⁵⁶ Im Einzelnen siehe Abschnitt F.I.1. Derzeit wird die Vorzugsaktie gehandelt.

⁵⁷ Dieser Antrag steht im Zusammenhang damit, dass die derzeitige Zulassung für die von Schaeffler ausgegebenen Vorzugsaktien erteilt worden ist und künftig nur noch Stammaktien ausgegeben sein werden.

⁵⁸ Small-Cap-DAX (deutscher Aktienindex, der die 70 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält, die auf die 40 Unternehmen des DAX und die 50 Unternehmen des MDAX folgen).

unter Aufhebung des Gewinnvorzugs in Stammaktien mit Stimmrecht zu einem Verhältnis 1:1 umzuwandeln. Künftig wird das Kapital von Schaeffler nur durch eine Aktiengattung, die Stammaktie, repräsentiert. Die Aktionäre von Vitesco Technologies sollen für die Hingabe ihrer Stammaktien somit ebenfalls Stammaktien erhalten.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der Grundsatz der Gattungsidentität auch insoweit beachtet wird.

Als Ergebnis unserer Prüfung ist festzuhalten, dass die gesetzlichen Vorgaben in Bezug auf die Vereinbarung über die Übertragung des Vermögens des übertragenden Rechtsträgers als Ganzes gegen die Gewährung von Anteilen an dem übernehmenden Rechtsträger vollständig und richtig beachtet werden.

Umtauschverhältnis und die Höhe der baren Zuzahlung (§ 5 Abs. 1 Nr. 3 UmwG)

Als Gegenleistung für die Übertragung des Vermögens von Vitesco Technologies gewährt Schaeffler gemäß Ziffer 2.1 des Vertrags mit Wirksamwerden der geplanten Verschmelzung den Aktionären von Vitesco Technologies 57 Schaeffler-Aktien für je fünf Vitesco-Aktien. Dieses Verhältnis entspricht einem Umtauschverhältnis je Vitesco-Aktie von 11,4 Schaeffler-Aktien.

Nach Ziffer 2.7 des Vertrags werden den Aktionären von Vitesco Technologies, soweit wie unter Beachtung des Umtauschverhältnisses möglich, ganze Schaeffler-Aktien gewährt. Soweit aufgrund des Umtauschverhältnisses bei einzelnen Aktionären nur Teilrechte an einer Aktie verbleiben, werden diese Teilrechte nach Maßgabe von §§ 72 Abs. 2 UmwG, 226 Abs. 3 AktG zusammengelegt und durch den Treuhänder unmittelbar nach Zulassung der Stammaktien zum Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse zum Börsenpreis veräußert. Der Nettoerlös⁵⁹ wird den Inhabern der Teilrechte entsprechend der auf sie entfallenden Teilrechte ausbezahlt. Diese Regelung entspricht den üblichen Gepflogenheiten bei der sogenannten Spitzenverwertung.

Die gesetzlich erforderlichen Angaben in Bezug auf das Umtauschverhältnis und die Höhe der baren Zuzahlung werden also dem Grunde nach erfüllt.

Hinsichtlich der Prüfung des Umtauschverhältnisses und der Höhe der baren Zuzahlung der Höhe nach verweisen wir auf unsere Ausführungen zur materiellen Prüfung des Verschmelzungsvertrags.⁶⁰

Das von uns geprüfte Umtauschverhältnis steht unter dem Vorbehalt einer eventuellen gerichtlichen Überprüfung. Für den Fall, dass gerichtlich rechtskräftig festgestellt oder durch Schaeffler im Wege eines gerichtlichen oder außergerichtlichen Vergleichs oder in anderer Weise anerkannt werden sollte, dass das Umtauschverhältnis nicht angemessen oder die Mitgliedschaft bei dem übernehmenden Rechtsträger kein angemessener Gegenwert für den Anteil oder für die Mitgliedschaft bei dem übertragenden Rechtsträger ist, sollen nach Ziffer 2.9 des Vertrags anstelle der in § 15 UmwG normierten Regellösung einer baren Zuzahlung in Ausübung des durch § 72a Abs. 1 Satz 1 UmwG eingeräumten Wahlrechts zusätzliche Schaeffler-Aktien nach den näheren Bestimmungen der §§ 72a, 72b UmwG gewährt werden.

⁵⁹ Nach Abzug eines Einbehalts von Steuern sowie etwaige Kosten und Gebühren durch die Intermediäre.

⁶⁰ Abschnitte D bis H.

Einzelheiten für die Übertragung der Anteile (§ 5 Abs. 1 Nr. 4 UmwG)

Gemäß Ziffer 3 des Vertrags werden die Aufgaben des Treuhänders von BNP Paribas S.A. übernommen. Nach Eintragung der geplanten Verschmelzung in das für Schaeffler zuständige Handelsregister wird der Treuhänder auf Anweisung von Vitesco Technologies den umtauschberechtigten Aktionären von Vitesco Technologies den mittelbaren Mitbesitz an der von Schaeffler bei der im Verwahrsystem der Clearstream International S.A., Luxemburg, hinterlegten Globalurkunde, welche die den Aktionären von Vitesco Technologies zu gewährenden Schaeffler-Aktien verbrieft, einräumen und/oder den infolge der Spitzenverwertung nach Ziffer 2.7 des Vertrags erlangten Erlös Zug um Zug gegen Überlassung ihrer Vitesco-Aktien herausgeben.

Durch diese Regelung wird den Erfordernissen des § 71 Abs. 1 Satz 1 UmwG Rechnung getragen.

Die neuen Schaeffler-Aktien werden den Aktionären von Vitesco Technologies gemäß Ziffer 2.1 des Vertrags kostenfrei gewährt. Gesetzliche Vorgaben bestehen insoweit nicht.

Weitere Einzelheiten für die Übertragung der Anteile, die notwendigerweise im Vertrag geregelt sein müssten, sind nicht erkennbar. Die gesetzlichen Vorgaben bezüglich der Übertragung der Anteile werden somit vollständig und richtig erfüllt.

Zeitpunkt der Gewinnberechtigung und Verschmelzungsstichtag (§ 5 Abs. 1 Nr. 5 und 6 UmwG)

Die neuen Aktien sind gemäß Ziffer 2.4 des Vertrags grundsätzlich ab dem 1. Januar 2024 gewinnberechtigt. Gemäß Ziffer 1.3 des Vertrags übernimmt Schaeffler das Vermögen von Vitesco Technologies im Innenverhältnis mit Wirkung zum 1. Januar 2024, 0:00 Uhr. Von Beginn des 1. Januar 2024 („Verschmelzungsstichtag“)⁶¹ an gelten alle Handlungen und Geschäfte von Vitesco Technologies als für Rechnung von Schaeffler vorgenommen. Gemäß Ziffer 1.2 des Vertrags wird der geplanten Verschmelzung die mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Bilanz der Vitesco Technologies zum 31. Dezember 2023 als Schlussbilanz zugrunde gelegt werden. Schaeffler wird diese Werte in Ausübung des in § 24 UmwG eingeräumten Wahlrechts in ihrer Bilanz fortführen (Ziffer 1.4 des Vertrags). Im Übrigen beabsichtigt Schaeffler auch die steuerlichen Buchwerte von Vitesco Technologies fortzuführen.

Für den Fall, dass die geplante Verschmelzung nicht bis zum Ablauf des 28. Februar 2025 durch Eintragung in das Handelsregister von Schaeffler wirksam wird, gilt gemäß Ziffer 7.1 des Vertrags abweichend von Ziffer 1.2 des Vertrags der 31. Dezember 2024 als Stichtag der Schlussbilanz und als Stichtag der Übernahme des Vermögens und abweichend von Ziffer 1.3 des Vertrags der 1. Januar 2025 als Verschmelzungsstichtag. Bei einer weiteren Verzögerung des Wirksamwerdens der geplanten Verschmelzung über den 31. Dezember des jeweiligen Folgejahres hinaus verschieben sich die Stichtage jeweils um ein weiteres Jahr. Eine entsprechende Verschiebung der Gewinnberechtigung ist in Ziffer 7.2 des Vertrags geregelt.

Die Bestimmungen des Vertrags regeln die erforderlichen Angaben zu den Stichtagen umfassend. Aus praktischen Gründen wird kein Zwischenabschluss erstellt, sondern auf eine Jahresbilanz von Vitesco Technologies abgestellt. Durch die im Vertrag enthaltenen Regelungen wird sichergestellt, dass der

⁶¹ Der Verschmelzungsstichtag ist zu unterscheiden vom Bewertungsstichtag. Unter Ziffer 2.5 weist der Vertrag ausdrücklich darauf hin, dass Stichtag für die Bewertungen der Verschmelzungsparteien zum Zwecke der Ermittlung des Umtauschverhältnisses der 24. April 2024 ist.

Verschmelzungstichtag mit dem Stichtag der Schlussbilanz, dem steuerlichen Übertragungstichtag und dem Zeitpunkt des Übergangs der Gewinnberechtigung aufeinander abgestimmt sind.

Besondere Rechte und Vorteile (§ 5 Abs. 1 Nr. 7 und Nr. 8 UmwG)

Nach den Angaben in Ziffer 4.1 des Vertrags werden besondere Rechte nach § 5 Abs. 1 Nr. 7 UmwG nicht gewährt und Maßnahmen in diesem Sinne sind nicht vorgesehen. Ziffer 4.2 des Vertrags stellt fest, dass auch besondere Vorteile gemäß § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG nicht gewährt werden.⁶²

Wir haben anlässlich unserer Prüfung nichts Gegenteiliges festgestellt.

Folgen der Verschmelzung für die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen sowie die insoweit vorgesehenen Maßnahmen (§ 5 Abs. 1 Nr. 9 UmwG)

In Ziffer 5 des Vertrags werden die individual- und kollektivarbeitsrechtlichen Folgen der geplanten Verschmelzung für die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen sowie die insoweit vorgesehenen Maßnahmen detailliert dargestellt. Die Erläuterung dieser Folgen erstreckt sich insbesondere auf die Feststellung, dass die Arbeitsverhältnisse von Vitesco Technologies auf Schaeffler übergehen, die vertraglichen Arbeitsbedingungen unverändert bleiben und alle Rechte und Pflichten, die auf erdienter Betriebszugehörigkeit beruhen, im Verhältnis zu Schaeffler fortbestehen.

Dabei führt die geplante Verschmelzung nach den Angaben in Ziffer 5.7 des Vertrags zu keinen Veränderungen der betrieblichen Strukturen und betrieblichen Organisationen der Betriebe von Schaeffler und Vitesco Technologies.

Darüber hinaus erläutern Ziffer 5.8 bzw. 5.9 des Vertrags die Folgen der geplanten Verschmelzung für die Arbeitnehmervertretungen und für die Aufsichtsräte. Ziffer 5.3 des Vertrags statuiert die Rechte und Pflichten aus betrieblicher Altersversorgung. Ziffer 5.10 und 5.11 des Vertrags stellen die Geltung von Tarifverträgen und sonstigen Kollektivvereinbarungen von Schaeffler bzw. die Fortgeltung von bei Vitesco Technologies geltenden Regelungen dar. In Ziffer 5.12 werden die Auswirkungen der geplanten Verschmelzung auf die Arbeitnehmer der Tochtergesellschaften von Vitesco Technologies beschrieben.

Der notwendige Umfang der lediglich beschreibenden Angaben, die nach § 5 Abs. 1 Nr. 9 UmwG in einem Verschmelzungsvertrag enthalten sein müssen, steht im Spannungsverhältnis zwischen einer umfassenden Information der Arbeitnehmer und der noch zumutbaren Belastung des Unternehmens durch die notwendigen Angaben.

Nach unserer Auffassung sind die Folgen der geplanten Verschmelzung für die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen sowie die insoweit vorgesehenen Maßnahmen im Verschmelzungsvertrag in ausreichendem Umfang und richtig dargestellt.

Prüfungsergebnis

Der Vertrag enthält die vorgeschriebenen Angaben vollständig und richtig. Er entspricht damit den gesetzlichen Vorschriften.

⁶² Ziffer 4.2 des Vertrags verweist allerdings auf den Vorbehalt der Ziffer 4.4 des Vertrags. In dieser sind zum einen der Wunsch der Bestellung eines bisherigen Mitglieds des Vorstands von Vitesco Technologies zum Vorstand von Schaeffler und zum anderen der Abschluss von Vereinbarungen mit sämtlichen Mitgliedern des Vorstands von Vitesco Technologies über die vollständige Abwicklung der variablen Vorstandsvergütung geregelt.

D. Übergreifende Feststellungen aus der materiellen Prüfung des Verschmelzungsvertrags

I. Methoden zur Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses

Beim Ausschluss von Minderheitsaktionären oder dem Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags ist Minderheits- bzw. außenstehenden Aktionären eine angemessene Kompensation (Abfindung bzw. Ausgleichszahlung) für die Aufgabe ihres Eigentums an der Aktie bzw. die Verminderung ihrer Rechte in einem Vertragskonzern zu gewähren.

Die Frage der Angemessenheit der Kompensationsleistung ist bei diesen Maßnahmen im Ansatz nach denselben Methoden zu bestimmen, die auch bei der Frage der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses heranzuziehen sind. Angesichts der Vielzahl dieser Fälle liegt eine umfangreiche Rechtsprechung zur Angemessenheit der Kompensationsleistung vor. Zur Angemessenheit eines Umtauschverhältnisses liegt dagegen deutlich weniger Rechtsprechung vor. Demzufolge beziehen wir uns im Folgenden auch auf die Grundsätze zur Einschätzung der Angemessenheit von Kompensationsleistungen bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen.

In diesen Fällen ist die Frage der Angemessenheit aus Sicht der Minderheits- bzw. außenstehenden Aktionäre zu beantworten. Eine Kompensationsleistung, die über das mindestens als angemessen anzusehende Maß hinausgeht, ist deshalb ebenfalls als angemessen anzusehen.

Bei einer Verschmelzung sind als Gegenleistung für die im Zuge der Verschmelzung untergehenden Anteile eines übertragenden Rechtsträgers Anteile an dem aufnehmenden Rechtsträger zu gewähren.⁶³ Das Wertverhältnis zwischen den Anteilen der beteiligten Rechtsträger wird als Umtauschverhältnis bezeichnet. Das Umtauschverhältnis einschließlich einer eventuellen baren Zuzahlung⁶⁴ hat angemessen zu sein.

Anders als in den genannten anderen Fällen sind bei Verschmelzungen die schützenswerten Interessen von zwei Gruppen von Anteilseignern, nämlich die der Anteilseigner des übernehmenden Rechtsträgers und die der Anteilseigner des übertragenden Rechtsträgers, zu beachten. Dementsprechend ist nur ein bestimmtes Umtauschverhältnis⁶⁵ unter Berücksichtigung der Rechtsprechung zur sogenannten „Bagatellgrenze“⁶⁶ als angemessen anzusehen und kann weder in die eine noch andere Richtung substantiell verändert werden.

Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen⁶⁷ und entsprechend der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die geeignete Basis zur Ermittlung des Werts eines Anteils an diesem Unternehmen und damit zur Bestimmung einer Abfindung oder Ausgleichszahlung. Maßgebend ist danach der Wert des

⁶³ In den in § 29 UmwG bestimmten Fällen ist eine Abfindung anstelle von Anteilen an dem übernehmenden Rechtsträger anzubieten.

⁶⁴ Eine bare Zuzahlung ist bei einem übernehmenden Rechtsträger in der Rechtsform der Aktiengesellschaft im Allgemeinen erforderlich, da Aktien nicht in Bruchteile aufgesplittet werden können.

⁶⁵ Unter Beachtung von nicht zu vermeidenden Schätzungenauigkeiten.

⁶⁶ OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21. Februar 2019, I-26 W 4/18, openJur 2019, 27812, OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 1. März 2016, openJur 2019, 34743, 21 W 22/13, OLG München, Beschluss vom 2. September 2019, 31 Wx 358/16, openJur 2020, 51488, und OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, openJur 2012, 28184, jüngst bestätigt vom BGH; Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZCB 12/21, openJur 2023, 4380. Danach werden Abweichungen bis 5 % und teilweise bis 10 % noch als geringfügig und damit nicht ausreichend für eine gerichtliche Änderung angesehen.

⁶⁷ Vgl. insbesondere BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff., und BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00 („DAT/Altana“), BGHZ 147, S. 108 ff.

Unternehmens als Ganzes. Damit wird dem von der Rechtsprechung entwickelten Postulat der Abfindung zum vollen Wert der Beteiligung entsprochen.

Für Verschmelzungen wird von der Rechtsprechung ausdrücklich festgestellt, dass der Wert der Anteile nicht als Verkehrswert des einzelnen Anteils als eigenständiges Wirtschaftsgut, sondern als der auf das Mitgliedschaftsrecht nach der jeweiligen Beteiligungsquote entfallende Anteil am Wert des Unternehmens als Ganzes zu verstehen ist, da die zu gewährenden Anteile am übernehmenden Rechtsträger nicht als Abfindung für einen entzogenen Anteil, sondern als Gegenleistung dafür, dass der übertragende Rechtsträger sein Vermögen als Ganzes im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf den übernehmenden Rechtsträger überträgt, gewährt werden.⁶⁸

Bei Verschmelzungen ist somit für jeden der beteiligten Rechtsträger ein Unternehmenswert zu ermitteln und bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses zu berücksichtigen.

Eine bestimmte Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts ist rechtlich nicht vorgegeben. Die angewandte Methode muss allerdings in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.⁶⁹ Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wird die Schätzung des sogenannten „vollen wirklichen“ Werts im Allgemeinen mit Hilfe einer fundamentalen Unternehmensbewertung vorgenommen.

Bei Unternehmen, deren Anteile an Börsen gehandelt werden, ist es denkbar, den Unternehmenswert auch anhand der aus dem Aktienkurs abgeleiteten Marktkapitalisierung abzuleiten. Allerdings können gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen.

Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung darf bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen der Börsenkurs jedenfalls nicht unberücksichtigt bleiben.⁷⁰ Während dies zunächst für den Fall des Abschlusses von Unternehmensverträgen entschieden wurde,⁷¹ hat das BVerfG inzwischen klargestellt, dass die dort formulierten Grundsätze und Vorgaben entsprechend für Verschmelzungen heranzuziehen sind.⁷²

So ist es im Rahmen von Verschmelzungen bei der Ermittlung eines Umtauschverhältnisses verfassungsrechtlich grundsätzlich geboten, als Desinvestitionspreis einen volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs der übertragenden Gesellschaft als Untergrenze für die Bewertung der übertragenden Gesellschaft zu berücksichtigen. Einer Berücksichtigung des Börsenkurses der übernehmenden Gesellschaft als Obergrenze der Bewertung der übernehmenden Gesellschaft bedarf es dagegen aus verfassungsrechtlicher Sicht nicht.⁷³

Jedenfalls ist bei der Ermittlung einer Wertrelation wie bei einer Verschmelzung der Grundsatz der Methodengleichheit zu beachten. Danach führt eine vergleichende Unternehmensbewertung nur dann zu

⁶⁸ Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 3. September 2010 („Deutsche Telekom/T-Online“), 5 W 57/09, openJur 2012, 33552, und beispielsweise auch der dort angegebene Beschluss des OLG Stuttgart vom 8. März 2006, 20 W 5/05, Juris.

⁶⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016, II ZB 25/14, AG 2017, S. 790 ff.

⁷⁰ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), a.a.O., BGH, Beschluss vom 12. März 2001, („DAT/Altana“), a.a.O., und vom 19. Juli 2010, („Stollwerck“), openJur 2010, 11922.

⁷¹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), a.a.O.

⁷² Vgl. BVerfG, Beschluss vom 26. April 2011, 1 BvR 2658/10 („Deutsche Telekom/T-Online“), openJur 2012, 133638, , und vom 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, openJur 2013, 26198.

⁷³ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), a.a.O., und vom 20. Dezember 2010, 1 BvR 2323/07 („KUKA“), openJur 2013, 25915.

sachgerechten Ergebnissen, wenn jedes beteiligte Unternehmen nach derselben Methode bewertet wird.⁷⁴

Bei der Umrechnung des ermittelten gesamten Unternehmenswerts auf eine Aktie sind eventuelle Besonderheiten des jeweiligen Bewertungsobjekts⁷⁵ gegebenenfalls durch eine von der quotalen Aufteilung abweichende Aufteilung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen.

Die bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre geschuldete Abfindung kann sich darüber hinaus auch aus dem Barwert der Ausgleichszahlungen ergeben, die nach einem zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre bestehenden Unternehmensvertrag zu leisten sind. Bei einer Verschmelzung ist diese Fragestellung zumeist nicht relevant.

Auf die Berücksichtigung von Preisen, die ein Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens an andere Aktionäre gezahlt hat („Vorerwerbspreise“), besteht verfassungsrechtlich bei der Bemessung einer Barabfindung kein Anspruch.⁷⁶ Auch bei der Feststellung eines Umtauschverhältnisses sind Vorerwerbspreise nicht unmittelbar relevant.

II. Bewertungsgrundsätze und -methoden

Die Anwendung einer bestimmten Bewertungsmethode ist weder nach dem Verfassungsrecht noch nach dem einfachen Recht vorgegeben.

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich regelmäßig aus dem Nutzen, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements in Zukunft erbringen kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

In Betriebswirtschaftslehre, Rechtsprechung und Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundsätze, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden, herausgebildet. Diese haben ihren Niederschlag insbesondere im IDW S 1 gefunden.⁷⁷

Der fundamentale Unternehmenswert ist nach den Grundsätzen des IDW S 1 im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung und der langjährigen Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen

⁷⁴ Vgl. z.B. OLG München, Beschluss vom 26. Juli 2012, 31 Wx 250/11, AG 2012, S. 749 ff. Zwischenzeitlich wurde der Wortlaut von § 12 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 UmwG geändert (zur aktuellen Fassung vgl. Abschnitt B), womit die entsprechende Vorgabe aus Artikel 125 Abs. 3 lit. C GesRRl (RL EU 2017/1132 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts) für grenzüberschreitende Verschmelzungen umgesetzt wurde. Nach der Gesetzesbegründung dient diese Änderung der Präzisierung der Erklärungsinhalts. Die Erklärung müsse zum Ausdruck bringen, ob die Verwendung unterschiedlicher Methoden im jeweiligen Einzelfall gerechtfertigt war. Nach unserer Auffassung ist diese Änderung wie folgt zu verstehen: Unterschiedliche Methoden konnten bislang und können auch nach der Änderung grundsätzlich verwendet werden. In der juristischen Kommentarliteratur wurde im Hinblick auf die Ermittlung einer Wertrelation die Anwendung gleicher Bewertungsmethoden für wesentlich gehalten, wobei eine Abweichung von diesem Grundsatz aus sachlichen Gründen bei entsprechender Erläuterung für möglich gehalten wurde. Ein solches besonderes Begründungserfordernis ist nun seit der Gesetzesänderung ausdrücklich geregelt. Somit kann eine Verwendung unterschiedlicher Methoden bisher und auch künftig nur in Ausnahmefällen sachgerecht sein. Die Tatsache, dass eine Verwendung unterschiedlicher Methoden seit der Gesetzesänderung ausdrücklich gesondert begründet werden muss, spricht ebenfalls dafür, dass im Regelfall nach einheitlichen Methoden zu bewerten ist.

⁷⁵ Z.B. unterschiedliche Aktiengattungen.

⁷⁶ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), a.a.O.

⁷⁷ Der Bewertungsgutachter weist zutreffend darauf hin, dass der IDW S 1 derzeit überarbeitet wird. Wir rechnen allerdings nicht damit, dass eine neue Fassung zeitnah zum Bewertungsstichtag verabschiedet werden wird.

Bewertungsanlässen als ein von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängiger Wert (objektivierter Unternehmenswert) und unter unmittelbarer Berücksichtigung der Besteuerung der Anteilseigner („nach persönlichen Steuern“) zu ermitteln.⁷⁸ Der objektivierte Unternehmenswert ergibt sich in der Regel als typisierter und intersubjektiv nachprüfbarer sogenannter Zukunftserfolgswert aus der Sichtweise eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept. Die nachfolgende Darstellung soll allgemeine Bewertungsgrundsätze beschreiben, bezieht sich in der konkreten Ausgestaltung aber ausschließlich auf den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1.

1. Zukunftserfolgswert

Der Zukunftserfolgswert entspricht dem Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner.⁷⁹ Der Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.⁸⁰ Beide Verfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen und -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitions-theoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.⁸¹

Der Ertragswert ermittelt sich als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse. Diese Überschüsse werden aus den künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens sowie den finanziellen Ergebnissen aus Veräußerungen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. den Wertansätzen anderer gesondert bewerteter Vermögenswerte abgeleitet.⁸²

Eine sachgerechte Anwendung des Kapitalwertkalküls setzt voraus, dass Zähler (Einnahmen der Anteilseigner) und Nenner (Kapitalisierungszinssatz) der Bewertungsgleichung unter anderem hinsichtlich Unsicherheit, Breite und zeitlicher Struktur äquivalent sein müssen (Äquivalenzprinzip). Dem zentralen Grundsatz der Risikoäquivalenz kann entweder mit der Sicherheitsäquivalenzmethode oder mit der Risikozuschlagsmethode Rechnung getragen werden. Da die Bezifferung von Sicherheitsäquivalenten insbesondere im Hinblick auf eine Typisierung von Anteilseignern bis dato nicht überzeugend gelöst werden konnte, hat sich die Risikozuschlagsmethode – zumindest bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten – in Wissenschaft, Rechtsprechung und Bewertungspraxis durchgesetzt.⁸³

Im Hinblick auf die Problematik einer eindeutigen Abgrenzung sollte bei der Risikozuschlagsmethode nicht zwischen unternehmensspezifischen und allgemeinen Risiken unterschieden werden, sondern das gesamte Risiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Im Zähler der Bewertungsgleichung sind deshalb stets (realistische) Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse bzw. der Einnahmen der Anteilseigner anzusetzen.⁸⁴

⁷⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 29.

⁷⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 4.

⁸⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

⁸¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

⁸² Vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.

⁸³ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Düsseldorf 2018, Kapitel A, Rz. 210 ff. Dabei steht der Begriff „Breite“ für die absolute Höhe und das künftige Wachstum der Überschüsse sowie die zugehörigen Währungen und die Besteuerung.

⁸⁴ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 332.

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar.⁸⁵ Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen.⁸⁶ Dabei sind im Rahmen einer objektivierten Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus zum Bewertungsstichtag bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren und/oder aus einem hinreichend dokumentierten und konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen.⁸⁷ Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen und/oder aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.

Im Rahmen der Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse ist zu beurteilen, ob und gegebenenfalls in welchem Umfang Synergieeffekte zu berücksichtigen sind. Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderungen der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Der IDW S 1 unterscheidet in seiner aktuellen Fassung zwischen echten und unechten Synergien.

Echte Synergien betreffen Veränderungen, die infolge der Maßnahme, die Anlass der Bewertung ist, realisierbar sind. Unechte Synergieeffekte sind auch ohne den Bewertungsanlass realisierbar. Nach der aktuellen Fassung des IDW S 1 sind bei einer objektivierten Bewertung nur die unechten Synergien zu berücksichtigen und diese auch nur dann, wenn die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind und nur soweit sie auf das Bewertungsobjekt entfallen.⁸⁸

Bei der Bewertung von Unternehmen, die Obergesellschaft eines Konzerns sind, können die finanziellen Überschüsse nach verschiedenen Methoden ermittelt werden.⁸⁹ Die im jeweiligen Einzelfall sachgerechte Methode ergibt sich aus dem Planungs- und Steuerungsansatz des Konzerns und unter Berücksichtigung der Frage, ob eine Darstellung auch der Werte einzelner Konzernunternehmen sinnvoll, gewünscht oder erforderlich ist.

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts⁹⁰ und rechtlicher Restriktionen, zum Beispiel regulatorischer Vorgaben, tatsächlich für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.⁹¹

Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, ergibt sich für die erste Phase⁹² eine Aufteilung der Überschüsse in Ausschüttungen und in thesaurierte Mittel einschließlich deren Verwendung aus der Planungsrechnung selbst. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur

⁸⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 68.

⁸⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 72.

⁸⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 32.

⁸⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 33 f.

⁸⁹ Stufenweise durch Vereinnahmung der Ergebnisse im Beteiligungsergebnis des jeweils beteiligten Unternehmens oder simultan durch Summierung und Konsolidierung. Daneben kann die Bewertung von Konzernen auch durch eine Addition der Werte jedes einzelnen Konzernunternehmens unter Berücksichtigung der Beteiligungsverhältnisse durchgeführt werden („sum-of-the-parts“).

⁹⁰ Einschließlich der Planung von Ausschüttungen.

⁹¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 35.

⁹² Die sogenannte „Detailplanungsphase“, gegebenenfalls ergänzt durch eine sogenannte „Konvergenzphase“ bzw. „Grobplanungsphase“.

Mittelverwendung zu treffen. Unterliegen die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse einer Veräußerungsgewinnbesteuerung, ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen.⁹³

Für die zweite Phase⁹⁴ ist typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens zu dem der Alternativanlage äquivalent ist. Für die Wiederanlage thesaurierter Mittel der zweiten Phase wird dabei angenommen, dass diese entweder durch eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszinssatz vor Ertragsteuern der Gesellschaft oder wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der Thesaurierungen bei den Anteilseignern abgebildet werden kann.⁹⁵

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der frei verfügbaren Nettozuflüsse an den Investor bestimmt. Diese Nettozuflüsse sind nach den Empfehlungen des IDW unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln.⁹⁶ Wegen der Wertrelevanz persönlicher Ertragsteuern sind anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte erforderlich.⁹⁷

Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wird bei der (unmittelbaren) Typisierung – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – von den steuerlichen Verhältnissen einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen und nicht wesentlich beteiligten natürlichen Person ausgegangen. Im Rahmen der Typisierung sind sachgerechte Annahmen zur persönlichen Besteuerung der Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt beziehungsweise aus der Alternativanlage zu treffen.

Im seit dem Jahr 2009 in Deutschland gültigen System der Abgeltungsteuer unterliegen die Einkünfte des typisierten Anteilseigners aus Dividenden und Veräußerungsgewinnen infolge von Wertsteigerungen (Kursgewinnen) – ebenso wie dessen Zinseinkünfte – einem einheitlichen Nominalsteuersatz von 26,375 %.⁹⁸ Für ausgeschüttete Gewinne ergibt sich die daraus resultierende effektive Steuerbelastung unmittelbar aus einem Abzug der nominellen Steuerbelastung.

Aufgrund des Zinseffektes ist die effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne von der persönlichen Haltedauer des Anteilseigners abhängig. Nach Ansicht des FAUB ist es sachgerecht, bei Abschätzung des effektiven persönlichen Steuersatzes für Veräußerungsgewinne von langen Haltedauern und einer entsprechend geringeren effektiven Steuerbelastung der thesaurierten Gewinne auszugehen.

Der FAUB empfiehlt, von einer effektiven Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes auszugehen.⁹⁹ Als effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne ist demzufolge derzeit ein Steuersatz von 13,1875 % anzusetzen.

⁹³ Vgl. IDW S 1, Rz. 36.

⁹⁴ Die sogenannte „Phase der ewigen Rente“ oder „Fortführungsphase“.

⁹⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 37.

⁹⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 28 ff.

⁹⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 43 ff.

⁹⁸ Einkommensteuer einschließlich Solidaritätszuschlag. Die Kirchensteuer wird nicht berücksichtigt.

⁹⁹ Für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2009; vgl. FAUB, IDW-FN 2007, S. 443 ff.

Der zur Ableitung des Barwerts der Nettozuflüsse anzusetzende Kapitalisierungszinssatz stellt die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten bestmöglichen Alternativanlage dar.¹⁰⁰ Diese Rendite lässt sich nach dem Capital Asset Pricing Model¹⁰¹ in eine risikolose Verzinsung (Basiszinssatz) und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen. Bei einer Bewertung unter unmittelbarer Berücksichtigung von Ertragsteuern sind ertragsteuerliche Einflüsse auf Ebene der Anteilseigner nach dem Äquivalenzprinzip auch im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der – gegebenenfalls um eine Grobplanungsphase ergänzten – Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.

Ein gegebenenfalls vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist im Rahmen der Unternehmensbewertung grundsätzlich gesondert neben dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zu berücksichtigen. Es umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird. Eine Berücksichtigung als Sonderwert kommt auch für andere Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, in Betracht. Hierbei kann es sich unter anderem um Beteiligungen und/oder steuerliche Effekte handeln.

2. Liquidationswert und Substanzwert

Gemäß IDW S 1 kommt als Untergrenze für den Unternehmenswert der Liquidationswert in Betracht, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben würden, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.

Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Werte und Schulden. Da dem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts in der Regel keine eigenständige Bedeutung zu.

¹⁰⁰ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 331.

¹⁰¹ „CAPM“.

3. Vereinfachte Preisfindungen

Zur Plausibilisierung einer auf internen Unternehmensdaten beruhenden Unternehmensbewertung können vergleichende Analysen auf Basis von öffentlichen Kapitalmarktdaten oder von Transaktionen vorgenommen werden. Derartige vereinfachte Preisfindungen können nach IDW S 1 nicht an die Stelle einer fundamentalanalytischen Unternehmensbewertung treten.¹⁰²

Die Plausibilisierung eines Unternehmenswerts erfolgt nach dieser Vorgehensweise anhand eines mittels Multiplikators bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße bzw. einer branchenspezifischen Kennzahl. Geeignete Multiplikatoren werden entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen¹⁰³ oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet.

Die auf Basis von Multiplikatoren ermittelten Werte können in der Regel nur einen ersten groben Anhaltspunkt geben. Zum einen berücksichtigen einige Multiplikatoren unternehmensspezifische Ertrags- und Kostenstrukturen nicht hinreichend. Zum anderen sind die Prognosezeiträume der Schätzungen von Analysten für die Peers oftmals nicht lang genug, um die auf Grundlage interner Daten in einer fernerer Zukunft für das Bewertungsobjekt erwarteten Veränderungen angemessen berücksichtigen zu können. Schließlich können auch weitere Besonderheiten des Bewertungsobjekts, wie zum Beispiel Verlustvträge und nicht betriebsnotwendiges Vermögen, die Aussagekraft von Multiplikator-Bewertungen einschränken.

Bei aus Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist darüber hinaus zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise von der Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen beispielsweise subjektive Erwartungshaltungen, insbesondere zu den erzielbaren Synergieeffekten. Zudem sind die konkreten Ausgestaltungen der Verträge und deren Einfluss auf den vereinbarten Kaufpreis in der Regel nicht bekannt. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes für die Plausibilisierung eines objektivierten Unternehmenswerts im Vergleich zu aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren regelmäßig geringer.

Die durch vergleichende Analysen ermittelten Verhältniszahlen lassen sich somit nur eingeschränkt auf das Bewertungsobjekt übertragen. Eine Multiplikator-Bewertung ermöglicht es in der Regel gleichwohl, das Bewertungsergebnis durch Vergleich mit den ermittelten Bandbreiten einer abschließenden Gesamtwürdigung zu unterziehen.

¹⁰² Vgl. IDW S 1, Rz. 143 f.

¹⁰³ „Peers“: gemeinsam „Peer Group“.

4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen aber keine Unternehmensbewertung.¹⁰⁴

Vorerwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einer Strukturmaßnahme entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Abfindung bzw. des angemessenen Ausgleichs und auch bei der Bestimmung eines Umtauschverhältnisses in der Regel keine Rolle. Nur in besonders gelagerten Ausnahmefällen können diese von Gerichten bei der Schätzung des Unternehmenswerts herangezogen werden.¹⁰⁵

Nach Auffassung des FAUB¹⁰⁶ ist der Wert eines Unternehmens bzw. der Wert von Unternehmensanteilen grundlegend zu unterscheiden von Börsenkursen bzw. von einer auf der Basis von Börsenkursen ermittelten Börsenkapitalisierung.

Aus rechtlichen Erwägungen kann der Börsenkurs nach der bisherigen Rechtsprechung als Preis der Aktie zumindest als Untergrenze für die Bemessung einer Kompensationsleistung herangezogen werden.¹⁰⁷ Insofern ist ein Desinvestitionspreis maßgeblich. Bei diesem handelt es sich um den Preis, zu dem eine einzelne Aktie – nicht ein Aktienpaket oder gar das Unternehmen als Ganzes – unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme am Markt hätte veräußert werden können. Zur Bestimmung der Untergrenze einer Abfindung durch einen Börsenkurs kommt es lediglich darauf an, ob tatsächlich eine Veräußerung zu diesem Kurs möglich war.

Während das Ausmaß der Informationseffizienz und die damit verbundene angemessene Bepreisung bzw. „richtige“ Bewertung durch den Markt bei der Bestimmung der Untergrenze einer Abfindung nicht maßgeblich ist, lässt sich der Unternehmenswert aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht nur dann zweifelsfrei aus Börsenkursen ableiten, wenn der Kapitalmarkt streng informations- und allokatationseffizient ist.

In der Realität liegt nach Auffassung des FAUB eine solche strenge Informationseffizienz nicht vor. Demzufolge könne insbesondere bei sogenannten dominierten Bewertungsanlässen aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht nicht unmittelbar aus den Börsenkursen auf den Unternehmenswert geschlossen werden.

Soweit für Unternehmensanteile Börsenkurse vorliegen, sind diese allerdings gemäß IDW S 1 zur Plausibilitätsbeurteilung der nach anerkannten wirtschaftswissenschaftlichen Methoden ermittelten fundamentalen Unternehmenswerte heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.¹⁰⁸

¹⁰⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 13.

¹⁰⁵ Vgl. dazu OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 13. September 2021, 21 W 38/15, AG 2022, S. 83 ff.

¹⁰⁶ Vgl. dazu WPg 2021, S. 958 ff.

¹⁰⁷ Vgl. Abschnitt D.I.

¹⁰⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 15.

In der Vergangenheit hat die Rechtsprechung in einzelnen Fällen gleichwohl entschieden, dass bei börsennotierten Gesellschaften für Bewertungszwecke im Rahmen von aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich allein auf den Börsenkurs abgestellt werden und eine Abfindung oder eine Wertrelation anhand der Börsenkurse der beteiligten Unternehmen ermittelt werden kann. Dies hat der BGH in einer neueren Entscheidung ausdrücklich bestätigt.¹⁰⁹

Danach kann der Rückgriff auf den Börsenkurs eines Unternehmens eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts sein. Die Berücksichtigung des Börsenkurses beruhe auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Eine strenge Allokations- und Informationseffizienz sei nicht erforderlich. Wenn allerdings im Einzelfall von einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt nicht ausgegangen werden kann, könne der Unternehmenswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

Der FAUB hat sich in seiner Sitzung am 13. Juni 2023 mit dieser Entscheidung auseinandergesetzt und die Ergebnisse seiner Besprechung auf seiner Homepage veröffentlicht.¹¹⁰ Er weist zunächst darauf hin, dass es nicht sachgerecht sei, zur Bestimmung von angemessenen Abfindungen und bei anderen Angemessenheitsprüfungen ausschließlich auf den Börsenkurs abzustellen, ohne eine Zukunftserfolgsermittlung durchzuführen.

Der vom BGH entschiedene Fall weist einige Besonderheiten auf, die in typischen Abfindungsfällen in der Regel nicht gegeben seien. So seien wertrelevante unternehmensinterne Informationen (zum Beispiel mittel- und langfristige Unternehmensplanungen) dem Kapitalmarkt nicht bekannt und somit nicht im Börsenkurs reflektiert. Zudem zeigten empirische Untersuchungen, dass der Markt und die Börsenkurse kurzfristigen Stimmungen unterlägen und deshalb Börsenkurse den fundamentalen Unternehmenswert nicht widerspiegeln.

Es widerspreche auch dem Schutzzweck von Angemessenheitsprüfungen, Börsenkurse ohne Berücksichtigung der wertrelevanten internen und externen Informationen und ohne die Durchführung einer fundamentalen Unternehmensbewertung als Beurteilungsbasis zu verwenden.

Die Auffassung des FAUB wird von der betriebswirtschaftlichen Literatur, die sich mit dem Beschluss der BGH befasst hat, bestätigt.¹¹¹ Eine methodisch alleinige Orientierung am Börsenwert sei weder in der betriebswirtschaftlichen Theorie anerkannt noch in der betriebswirtschaftlichen Praxis üblich. Sofern abweichende Auffassungen vorgebracht würden, handele es sich nicht um die Auffassung von Vertretern der Betriebswirtschaftslehre.

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht sei es weiterhin erforderlich, einen Ertragswert zu ermitteln, um die Aussagekraft des Börsenkurses und insbesondere auch die „effektive Informationsbewertung“ durch den Markt hinreichend belastbar einschätzen beziehungsweise plausibilisieren zu können. Da es sich weder

¹⁰⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21 („TLG/WCM“), a.a.O.

¹¹⁰ Vgl. auch FAUB, WPg 2023, S. 765.

¹¹¹ Vgl. Ruthardt, BewertungsPraktiker 2023, S. 50 ff, m.w.N.

beim Börsenkurs noch beim Ertragswert um „perfekte“ Wertmaßstäbe handele, sei gerade im Hinblick auf den Beschluss des BGH weiterhin ein „Nebeneinander von Börsenkurs und Ertragswert“ erforderlich.

Auch das OLG München¹¹² führe an, dass keine Bewertungsmethode eine eindeutige, punktgenaue Wertzumessung leisten könne. Daher seien ergänzende Überlegungen umso wichtiger, „die das – durch welche Methode auch immer – gefundene Ergebnis stützen.“ Dazu könne auch eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren herangezogen werden, bei der geprüft werde, ob der Börsenkurs in einer vertretbaren Bandbreite liegt.

Wir halten es aus den vorstehend genannten Gründen für erforderlich, bei der Prüfung, ob Anhaltspunkte für eine ineffektive Bewertung der dem Kapitalmarkt zugänglichen Informationen vorliegen und dadurch die Heranziehung von Börsenkursen aufgrund der Umstände des Einzelfalls Bedenken begegnen könnte, nicht nur die von der Rechtsprechung angeführten Kriterien heranzuziehen, sondern auch einen Fundamentalwert als Referenzpunkt zu ermitteln.

III. Prüfungsvorgehen

Im Rahmen der materiellen Prüfung des Verschmelzungsvertrags ist zu verifizieren, ob das vorgeschlagene Umtauschverhältnis¹¹³ angemessen ist. Das vorgeschlagene Umtauschverhältnis ist von den Vorständen von Schaeffler und Vitesco Technologies auf Grundlage der Unternehmenswerte der Verschmelzungsparteien festgelegt worden.

Der Bewertungsgutachter hat die Unternehmenswerte von Schaeffler und Vitesco Technologies auftragsgemäß in Bandbreiten ermittelt.

Dabei trägt er der gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung Rechnung, indem er jeweils als Fundamentalwert den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 als Ertragswert unter unmittelbarer Berücksichtigung der persönlichen Steuern und darüber hinaus jeweils einen aus einem durchschnittlichen Börsenkurs abgeleiteten Unternehmenswert ermittelt. Bei unserer Prüfung haben wir uns umfassend mit diesen Bewertungen auseinandergesetzt und dabei auch reflektiert, ob der Liquidationswert als Untergrenze eines fundamental ermittelten Unternehmenswerts in den vorliegenden Bewertungsfällen relevant ist.

Aufgrund der Tatsache, dass das Ergebnis der Ermittlung eines Unternehmenswerts nur eine Schätzung sein kann und in Übereinstimmung mit den „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“¹¹⁴ des Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main,¹¹⁵ hat der Bewertungsgutachter darüber hinaus auch Bewertungen nach anderen Bewertungsmethoden vorgenommen. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir mit Hilfe dieser Bewertungen im Sinne einer Plausibilisierung verifiziert, ob die alternativen Wertansätze die Bewertungsergebnisse der nach der Rechtsprechung relevanten Bewertungsmethoden stützen.

¹¹² Vgl. OLG München, Beschluss vom 14 Dezember 2021, 31 Wx 190/20 („Kabel Deutschland“), BeckRS.

¹¹³ Einschließlich der baren Zuzahlung.

¹¹⁴ „DVFA-Empfehlungen“.

¹¹⁵ „DVFA“.

Wir haben bei unserer Prüfung einen Schwerpunkt darin gesetzt zu verifizieren, ob die Ableitung des jeweiligen objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 sachgerecht durchgeführt worden ist.

In diesem Zusammenhang haben uns die Vertreter von Schaeffler und Vitesco Technologies beziehungsweise der Bewertungsgutachter mündlich wie schriftlich in Bezug auf das jeweilige Bewertungsobjekt insbesondere die folgenden Themenkomplexe dargelegt:

- Geschäftstätigkeit einschließlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds
- In der Vergangenheit erzielte und für die Zukunft geplante operative Ergebnisse¹¹⁶
- Ermittlung von Finanzergebnis, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteilen am Konzernergebnis
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses
- Bewertungsansatz und Stand der laufenden Bewertungsarbeiten

Mit Hilfe der zur Verfügung gestellten Unterlagen und der ergänzenden, mündlich erteilten Informationen haben wir die Planungsansätze auf Plausibilität, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit geprüft sowie die Bewertung methodisch und inhaltlich nachvollzogen.

Daneben haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen, insbesondere zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, vorgenommen.

Schwerpunkte unserer Prüfung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 von Schaeffler und von Vitesco Technologies waren die folgenden Fragestellungen:

- Plausibilität der vom jeweiligen Bewertungsobjekt vorgelegten Planungsrechnung
- Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell
- Sachgerechte Ableitung der Nettoeinnahmen in der Detailplanungsphase¹¹⁷ einschließlich der Fortschreibung in einer Konvergenzphase¹¹⁸
- Stichhaltige Begründung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Nettoeinnahmen
- Sachgerechte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- Angemessene und insgesamt sachgerechte Anwendung der Bewertungsmethodik
- Identifizierung und gegebenenfalls sachgerechte Einbeziehung von gesondert zu bewertenden Sachverhalten, wie zum Beispiel potenzielles nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Neben diesen inhaltlichen Schwerpunktsetzungen haben wir bei unserer Prüfung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 von Schaeffler und von Vitesco Technologies Schwerpunkte nach der wertmäßigen Bedeutung einzelner Bestandteile des Ergebnisses beziehungsweise der Nettoeinnahmen gesetzt.

Bei der Plausibilisierung der von Schaeffler und von Vitesco Technologies vorgelegten Planungsrechnungen haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 beachtet. Maßstäbe für die Plausibilität sind danach:

- Die rechnerische und formelle Plausibilität
- Die materielle, interne Plausibilität

¹¹⁶ Auch EBIT (Earnings Before Interest and Taxes = Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern).

¹¹⁷ Geschäftsjahre 2024 bis 2028.

¹¹⁸ Auch „Grobplanungsphase“; Geschäftsjahre 2029 und 2030.

- Die materielle, externe Plausibilität

Die Analyse der Vergangenheitsdaten stellt danach eine Grundlage zur materiellen, internen Plausibilisierung der jeweiligen Planungsrechnung dar. Wir haben uns davon überzeugt, dass wesentliche voraussichtlich nicht wiederkehrende bzw. nicht planbare Ergebniseinflüsse der Vergangenheit bei der Ermittlung der Planergebnisse als solche nicht fortgeschrieben wurden. Zu diesem Zweck haben wir die Abschlüsse und Prüfungsberichte für den betrachteten Vergleichszeitraum der Vergangenheit¹¹⁹ analysiert.

Um die Qualität des Planungswesens der Bewertungsobjekte einschätzen zu können, haben wir uns zunächst deren regulären Planungsprozess erläutern lassen und verifiziert, ob dieser den Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung entspricht. Darüber hinaus haben wir uns darlegen lassen, dass die vorgelegten Planungsrechnungen ohne Veränderungen den im regulären Planungsprozess entstandenen Planungsrechnungen entsprechen.

In diesem Zusammenhang haben wir uns auch mit der Frage befasst, ob die generellen, insbesondere volkswirtschaftlichen Planannahmen der beiden Bewertungsobjekte im Wesentlichen vergleichbar sind.

Die Qualität des Planungswesens lässt sich insbesondere auch anhand einer retrospektiven Analyse der Planungsrechnungen der Vergangenheit beurteilen. Dabei wird in der Bewertungspraxis zumeist nur auf die Budgets des jeweiligen Folgejahres abgestellt, da die Planungsgenauigkeit in der Regel mit einem zunehmendem Planungshorizont abnimmt.

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue dementsprechend anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2021 bis 2023 erzielten Umsatzerlöse und des jeweiligen „adjusted EBIT“ (Ist) mit den jeweils für sie prognostizierten Werten (Plan) überprüft. Der Vergleich beinhaltet die Planungen für das jeweils erste Planjahr (Budgetjahr). Wir haben geprüft, ob die Analysen des Bewertungsgutachters sachgerecht und ob die von ihm daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen nachvollziehbar sind.

Die prospektive Einschätzung einer konkreten Planungsrechnung greift auf die (bereinigten) Ist-Zahlen der Vergangenheit und damit auf Trends in der Unternehmensentwicklung (Zeitvergleich; materielle interne Plausibilität) sowie auf Ist- und Prognosewerte für die relevanten Märkte und Wettbewerber (Betriebsvergleich; materielle externe Plausibilität) zurück. Wir haben durch entsprechende Vergleiche mit Hilfe von Kennzahlen bzw. Verhältniszahlen analysiert, ob die Planzahlen für die Geschäftsjahre 2024 bis 2028¹²⁰ die weitere Entwicklung der jeweiligen Bewertungsobjekte mit heutigem Kenntnisstand plausibel abbilden.

Der Bewertungsgutachter stellt die Planungsrechnungen insgesamt auf aggregierter Ebene – jeweils für das gesamte Bewertungsobjekt – dar. Er verweist unter Hinweis auf § 8 Abs. 2 Satz 1 UmwG darauf, dass die Verschmelzungsparteien der Auffassung sind, dass eine Aufgliederung der Zahlen auf Ebene der Segmente das Risiko beinhalten würde, dem jeweiligen Unternehmen einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen. Der Wettbewerb in der Automobilzuliefererindustrie sei sehr intensiv. Die Kenntnis detaillierter Planannahmen könnte die Lieferanten und Abnehmer der Bewertungsobjekte dazu veranlassen,

¹¹⁹ Geschäftsjahre 2021 bis 2023.

¹²⁰ Budget 2024 sowie weitere Planjahre 2025 bis 2028.

preisliche Zugeständnisse zu fordern. Zudem besteht auch das Risiko, dass Konkurrenten derartige Informationen zum Nachteil der Bewertungsobjekte nutzen.

Wir halten die entsprechend § 8 Abs. 2 Satz 2 UmwG angeführten Gründe, aus denen eine vollständige Aufgliederung der Zahlen auf Ebene der Segmente nicht in die Berichterstattung aufgenommen worden ist, für nachvollziehbar und sachgerecht. Wir weisen darauf hin, dass die dem Bewertungsgutachter und uns vorgelegten Aufgliederungen und Erläuterungen zur jeweiligen Planungsrechnung eine Analyse auf Detailebene ermöglicht haben. In der Berichterstattung sind die Analyseergebnisse so zusammengefasst, dass die Informationen nicht zum Nachteil der Verschmelzungsparteien genutzt werden können. Auch ohne eine vollständige Aufgliederung der Zahlen auf Ebene der Segmente sind die Aktionäre in der Lage, die der Ermittlung der Unternehmenswerte und des Umtauschverhältnisses zugrunde liegenden Erwägungen und Annahmen nachzuvollziehen.

Die von den Verschmelzungsparteien vorgelegten Planungsrechnungen sind Grundlage für die jeweilige Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 durch den Bewertungsgutachter. Demzufolge haben wir geprüft, ob die Planungsrechnungen vollständig und richtig in die Bewertungsmodelle übernommen worden sind. Zudem haben wir untersucht, ob die Bewertungsmodelle insgesamt methodisch konsistent sind.

Gegenüber den gesellschaftseigenen Planungsrechnungen hat der Bewertungsgutachter einzelne bewertungssystematische Modifikationen in die zur Wertableitung verwendeten Modelle eingearbeitet. Wir haben die Ausgangsgrößen dieser Modifikationen, die zugrundeliegenden Annahmen sowie die methodische Konsistenz der entsprechenden Berechnungen verifiziert. Wir weisen im Rahmen unserer Prüfungsfeststellungen zur Bewertung von Schaeffler und von Vitesco Technologies mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 an den maßgeblichen Stellen auf diese Modifikationen hin.

Da das prognostizierte Ergebnis nach Auffassung des Bewertungsgutachters auch im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2028) noch nicht dem nachhaltig im Durchschnitt erwartbaren Ergebnis entspricht, hat er ein nachhaltig für das Ergebnis zu erwartendes Niveau geschätzt. Durch Zwischenschaltung einer Konvergenzphase von weiteren zwei Jahren (2029 und 2030) hat er das Ergebnis jeweils normalisiert und unter Verwendung einer Wachstumsrate für zukünftige unternehmensspezifische Inflations- und Effizienzerwartungen in die Fortführungsphase (2031 ff.)¹²¹ überführt. Wir haben die dabei getroffenen Annahmen und die zugehörigen Berechnungen einer gesonderten Würdigung unterzogen.

Die Planungen der Bewertungsobjekte sind als integrierte Planungsrechnung gestaltet und beinhalten auch die Planung von Ausschüttungen. Wir haben verifiziert, ob diese Planungen plausibel sind und sachgerecht in die Bewertungsmodelle übernommen worden sind. In Bezug auf die nachhaltigen Ausschüttungen haben wir ebenfalls die Ableitung der jeweiligen Ausschüttungsquote plausibilisiert und die sich auf dieser Grundlage ergebenden Nettoeinnahmen der Aktionäre verifiziert.

Der Bewertungsgutachter hat den Kapitalisierungszinssatz jeweils unter Verweis auf die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativinvestition ermittelt. Wir haben

¹²¹ Auch „Phase der ewigen Rente“ oder „TV“ (Terminal Value).

die Ableitung der einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes methodisch wie inhaltlich verifiziert und mit den zugehörigen Beobachtungen von Kapitalmarktdaten abgestimmt.

Der Bewertungsgutachter hat den sich auf dieser Grundlage jeweils ergebenden Ertragswert zum technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2023) auf den rechtlichen Bewertungsstichtag, den geplanten Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung von Vitesco Technologies (24. April 2024),¹²² aufgezinst. Wir haben diese Berechnungen nachvollzogen.

Der Bewertungsgutachter hat bei beiden Bewertungsobjekten Sachverhalte identifiziert, die im Rahmen einer Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können. Wir haben die zugehörigen Sonderwerte verifiziert. Im Übrigen haben wir geprüft, ob weitere Sonderwerte, namentlich für ein eventuell vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen, gesondert anzusetzen gewesen wären.

Um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die Ermittlung eines Unternehmenswerts immer nur eine Schätzung sein kann, hat ValueTrust den jeweils so ermittelten objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 einer Sensitivitätsbetrachtung unterzogen. Das Bewertungsgutachten enthält allerdings nur eine Darstellung der Sensitivierung der Unternehmenswerte vor persönlichen Steuern. Vor diesem Hintergrund haben wir die Sensitivitätsanalyse zwar nachvollzogen, stellen sie aber nicht in unserem Bericht dar.

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert der Bewertungsobjekte nicht ermittelt. Wir haben die dazu angestellten Überlegungen und die sich daraus ergebende Schlussfolgerung, dass der Fortführungswert jeweils über dem Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegt, verifiziert.

Über den jeweiligen objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – jeweils auch den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern ermittelt. Nach den Grundsätzen des IDW S 1 beurteilen wir als neutraler Gutachter¹²³ die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses für den Fortführungswert auf Grundlage eines objektivierten Unternehmenswerts¹²⁴ nach IDW S 1. Den vom Bewertungsgutachter zusätzlich nach den DVFA-Empfehlungen ermittelten Unternehmenswert vor persönlichen Steuern haben wir zwar ebenfalls nachvollzogen, aber nicht im Detail geprüft, soweit er auf gegenüber einer Bewertung nach IDW S 1 andere Prämissen zurückgreift.

Der Bewertungsgutachter hat die ermittelten Fortführungswerte jeweils auf eine Aktie umgerechnet und seine Bandbreitenbetrachtung für den Wert je Aktie um Unternehmenswerte erweitert, die er auf der Grundlage von Multiplikatoren ermittelt hat.

Wir greifen die alternativen Wertansätze des Bewertungsgutachters bei unserer Plausibilisierung des jeweiligen objektivierten Unternehmenswerts auf.

Der Bewertungsgutachter hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob die Börsenkurse der Schaeffler-Vorzugsaktie und der Vitesco-Stammaktie einen geeigneten Bewertungsmaßstab im Sinne der

¹²² Die Hauptversammlung, in der die Schaeffler über den Vertrag Beschluss fassen soll, soll am 25. April 2024 durchgeführt werden.

¹²³ Vgl. IDW S 1, Rz. 12.

¹²⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 31.

Rechtsprechung darstellen. Wir haben die zugehörigen Berechnungen verifiziert und uns mit den daraus gezogenen Schlussfolgerungen auseinandergesetzt.

Dabei haben wir uns auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob und gegebenenfalls wie ein Umtauschverhältnis, was sich unmittelbar aus den ermittelten Börsenkursen ergibt, zu adjustieren ist.

Der Bewertungsgutachter hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob das Synergiepotenzial aus einem Zusammenschluss von Schaeffler und Vitesco Technologies bei der Ermittlung des jeweiligen Unternehmenswerts zusätzlich zum jeweiligen Wert in der Stand-Alone-Betrachtung zu berücksichtigen ist. Wir haben seine diesbezüglichen Überlegungen und die dabei verwendeten Berechnungen verifiziert.

Aus den ermittelten Unternehmenswerten der Bewertungsobjekte und der jeweiligen Anzahl der ausstehenden Aktien ergibt sich das Umtauschverhältnis. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir verifiziert, ob die zugehörigen Berechnungen sachgerecht vorgenommen worden sind.

Im Hinblick auf das Umtauschverhältnis, welches sich aus einer Bewertung zu Börsenkursen ergibt, hat sich der Bewertungsgutachter auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Zeitraum zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und dem Bewertungsstichtag als längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung anzusehen ist, sofern eine Bewertung zu Börsenkursen überhaupt relevant sein sollte. Wir haben diese Überlegungen und die Schlussfolgerung, dass ein längerer Zeitraum nicht vorliegt und eine Hochrechnung der Börsenkurse deshalb nicht angezeigt ist, einer gesonderten Würdigung unterzogen.

Je nach Bewertungsmethode ergibt sich ein Umtauschverhältnis in unterschiedlicher Höhe. Der Bewertungsgutachter hat den Verschmelzungsparteien die Zwischenergebnisse seiner Bewertungsarbeiten und die sich auf Grundlage der verschiedenen Bewertungsmethoden ergebenden Umtauschverhältnisse mitgeteilt. In Kenntnis dieser Zwischenergebnisse sind die Verschmelzungsparteien in Verhandlungen eingetreten, um ein bestimmtes Umtauschverhältnis zu vereinbaren.

Der Bewertungsgutachter hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob das auf Grundlage seiner Wertermittlungen vereinbarte Umtauschverhältnis als angemessen anzusehen ist. Bei unserem Prüfungsurteil zur Angemessenheit des Umtauschverhältnisses haben wir die Einschätzung des Bewertungsgutachters zur Kenntnis genommen.

Die Frage, ob das vereinbarte Umtauschverhältnis als angemessen anzusehen ist, kann abschließend erst am Tag der Hauptversammlung von Vitesco Technologies beurteilt werden. Zwischenzeitlich können sich Veränderungen bei den Unternehmenswerten ergeben, die zu einem abweichenden Umtauschverhältnis führen können. Bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen werden deshalb oftmals Szenario-Betrachtungen vorgenommen, um mögliche Veränderungen der Kapitalkosten aus einer Veränderung von Kapitalmarktdaten zu simulieren. Angesichts der Tatsache, dass eine Veränderung von Kapitalmarktdaten eine gleichgerichtete und weitgehend wertproportionale Veränderung der beiden Unternehmenswerte zur Folge haben würde, wurden solche Szenario-Berechnungen im Rahmen der Berichterstattung nicht dargestellt, was wir für sachgerecht halten.

IV. Markt- und Wettbewerbsumfeld

Die Schaeffler-Gruppe ist ein global tätiger Automobil- und Industrielieferer. Sie bezeichnet sich selbst als führende Motion Technology Company. Schaeffler entwickelt und produziert Komponenten, Systeme und Services für Antriebsstränge und Fahrwerke sowie Wälz- und Gleitlagerlösungen für eine Vielzahl von Industrieanwendungen. Zudem bietet das Unternehmen Reparaturlösungen in Erstausrüsterqualität für den weltweiten automobilen Ersatzteilmarkt an. Schaeffler erzielt seine Umsatzerlöse schwerpunktmäßig in den Regionen Europa (insbesondere Deutschland), Americas und Greater China.

Die Vitesco-Gruppe ist ein Anbieter von modernen Antriebstechnologien und Elektrifizierungslösungen für nachhaltige Mobilität. Das Produktportfolio umfasst elektrische Antriebe, elektronische Steuerungen, Sensoren und Aktuatoren sowie Lösungen zur Abgasnachbehandlung. Vitesco Technologies erzielt seine Umsatzerlöse schwerpunktmäßig in den Regionen Deutschland, Europa ohne Deutschland, Nordamerika und Asien.

Die Berichterstattung zum Markt- und Wettbewerbsumfeld im Bewertungsgutachten und unsere Zusammenfassung bezieht sich im Wesentlichen auf die vorstehend genannten Produkte und Regionen.¹²⁵

Im Übrigen weisen wir darauf hin, dass unsere Ausführungen in diesem Abschnitt eine fokussierende Zusammenfassung der umfangreichen Ausführungen des Bewertungsgutachters unter Nennung gegebenenfalls weiterer Aspekte darstellen soll. Hinsichtlich der Quellen verweisen wir deshalb auf das Bewertungsgutachten.

1. Makroökonomische Situation und Ausblick

Die nach unserer Auffassung zutreffenden Ausführungen des Bewertungsgutachters zur makroökonomischen Entwicklung fokussieren auf die für die Schaeffler und die Vitesco Technologies wesentlichen Länder und Regionen (Euro-Währungszone, insbesondere Deutschland, USA und China) und lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

Nach den Prognosen des Internationalen Währungsfonds, Washington, D.C./USA,¹²⁶ für die Jahre bis 2028 soll sich der aktuelle Wachstumstrend auf globaler Ebene – mit Wachstumsraten für das reale Bruttoinlandsprodukt¹²⁷ in einer Größenordnung von 3 % – fortsetzen. Der Einbruch des globalen BIP im Jahr 2020 als Folge der COVID-19-Pandemie konnte weltweit bereits im Folgejahr durch eine weit über dem Trend liegende Wachstumsrate ausgeglichen werden. Die weitere Entwicklung ist durch ein generell höheres Wachstum in den Entwicklungsländern und in der Tendenz sinkende Wachstumsraten in den Industrieländern gekennzeichnet.

In der Euro-Währungszone sind die konjunkturellen Rahmenbedingungen darüber hinaus seit Februar 2022 in besonderem Maß durch die wirtschaftlichen Folgen des Ukraine-Krieges belastet. Die aktuelle Stagnation ist insbesondere Folge der dadurch gestiegenen und weiterhin hohen Inflation sowie der monetären Gegenmaßnahmen. Mittelfristig sollen die Wachstumsraten wieder steigen.

¹²⁵ Die folgende Darstellung fasst im Wesentlichen die Ausführungen des Bewertungsgutachters zusammen. Für Angaben der Quellen verweisen wir auf das Bewertungsgutachten.

¹²⁶ „IWF“.

¹²⁷ „BIP“.

Die Entwicklung der Euro-Währungszone wird wesentlich durch die Entwicklung in Deutschland bestimmt. Im abgelaufenen Jahr hat der Rückgang der Produktion in energieintensiven Industrien und die schwache Baukonjunktur eine Rezession ausgelöst. Mittelfristig sollen die Wachstumsraten in Deutschland zwar wieder steigen. Ein nennenswertes Wirtschaftswachstum ist allerdings aufgrund der Alterung der Bevölkerung und eines nur noch geringen Wachstums der Produktivität nicht mehr zu erwarten.

Die kurzfristigen Wachstumsaussichten in den USA sind zwar auch durch den weltweiten Anstieg der Inflation und die Gegenmaßnahmen der Zentralbanken beeinträchtigt. Allerdings sind die USA weniger von externen Energielieferungen abhängig, so dass der „Terms-of-Trade-Shock“ infolge des Krieges in der Ukraine geringere Beeinträchtigungen der wirtschaftlichen Entwicklung zur Folge hatte als in den Ländern der Euro-Währungszone. Da sich auch die demographische Entwicklung deutlich günstiger darstellt, wird erwartet, dass die USA mittelfristig wieder stabile Wachstumsraten von gut 2 % erreichen werden.

Die hohen Wachstumsraten in China waren über einen längeren Zeitraum der wesentliche Treiber für das globale Wirtschaftswachstum. Aktuell ist die wirtschaftliche Entwicklung in China vor allem durch eine Immobilienkrise beeinträchtigt. Das Wachstum in China soll zwar mittelfristig mit etwa 4 % überdurchschnittlich bleiben. Gleichwohl sollen Wachstumsraten, wie sie in der Vergangenheit über einen längeren Zeitraum zu beobachten waren, nicht mehr erzielbar sein.

Die globale Inflation¹²⁸ hat sich infolge des Ukraine-Krieges deutlich beschleunigt und mit 8,7 % im Jahr 2022 ein Niveau erreicht, welches über Jahrzehnte nicht zu beobachten war. Aufgrund der Zinserhöhungen der Zentralbanken sinken die Inflationsraten zwar wieder, sind mit 6,9 % aber auch 2023 weiterhin auf einem hohen Niveau. Mittelfristig soll sich die weltweite Inflation im Durchschnitt auf ein Niveau von etwa 4 % vermindern. Diese Entwicklung ist durch den erwarteten Rückgang der Inflationsraten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf etwa 2 % beeinflusst. In den Schwellen- und Entwicklungsländern soll die Inflation auch mittelfristig hoch bleiben.

Im Euro-Währungsgebiet lag die Inflationsrate über einen längeren Zeitraum unterhalb des Ziels (nahe 2,0 %) der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main.¹²⁹ Der Anstieg der Energiepreise ist als vorübergehender Schock anzusehen. Durch Energiesubventionen und eine restriktive Geldpolitik haben sich die Inflationsraten zuletzt rückläufig entwickelt und sollen ab 2025 wieder das angestrebte Niveau erreichen. In Deutschland ist die Inflation in den letzten Jahren höher als im Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets gewesen. Mittelfristig soll auch in Deutschland ein Niveau von 2 % wieder erreicht werden.

In den USA konnte der 2021 und 2022 beobachtete Anstieg der Inflation durch eine frühere und deutlichere Reaktion der Zentralbank schneller eingedämmt werden. Mittelfristig wird ein weiterer Rückgang auf ein Niveau von etwa 2 % erwartet.

In China haben sich die ansonsten weltweit beobachteten inflatorischen Entwicklungen aufgrund von gegenläufigen inländischen Effekten nicht materialisiert. Die negative Entwicklung des Immobiliensektors und ein insgesamt schwacher Konsum haben die Inflationsrate auf unter 1 % sinken lassen. Mittelfristig werden auch für China Inflationsraten im Bereich von 2 % erwartet.

¹²⁸ Gemessen an der Veränderung des Verbraucherpreisindex im Vergleich zum jeweiligen Vorjahr.

¹²⁹ „EZB“.

Aus unserer Sicht lässt sich zusammenfassend festhalten, dass weltweit tätige Unternehmen wie Schaeffler und Vitesco Technologies umsatzseitig in den letzten beiden Jahren von deutlichen Erhöhungen der nominalen Wirtschaftsleistung profitiert haben dürften. In den wesentlichen Zielmärkten der Bewertungsobjekte hat sich das nominale BIP im Jahr 2023 jeweils um etwa 6 % erhöht. In China soll das auch mittelfristig so bleiben. Für Deutschland und die übrigen Länder des Euro-Währungsgebiets ist mittelfristig nur noch ein Wachstum von etwa 3 % der nominalen Wirtschaftsleistung zu erwarten. In den USA sind die Wachstumsaussichten mit nominal rund 4 % etwas höher.

2. Markt- und Wettbewerbsumfeld im Automotive-Markt und im Markt für Elektromobilität

Die Automobilindustrie ist einem grundlegenden Wandel unterworfen. Dieser Wandel betrifft eine Vielzahl von Aspekten. Generell hatten Faktoren wie die COVID-19-Pandemie und geopolitische Spannungen unter anderem Lieferkettenunterbrechungen und Rohstoffknappheit zur Folge. Infolgedessen sank die weltweite Fahrzeugproduktion im Jahr 2020. Erwartungsgemäß kann dieser Rückgang gegenüber der vor der Pandemie erwarteten Entwicklung nicht wieder aufgeholt werden. Vielmehr hat sich die Wachstumskurve nach unten verschoben.

Gleichwohl soll die weltweite Produktion im Jahr 2023 den bisherigen Höchststand aus dem Jahr 2018 übertroffen haben. Von dieser Entwicklung kann Europa weniger profitieren. Infolge des Ukraine-Krieges, der damit verbundenen Wirtschaftssanktionen und der sich daraus entwickelnden Energiekrise, der generell ungünstigen Entwicklungen der Inflation und der Währungskurse sowie insbesondere der späteren Reaktionen auf die Veränderung der Kundenanforderungen haben sich die Marktanteile der europäischen Automobilindustrie zugunsten neuer Wettbewerber in China deutlich vermindert.

Insgesamt hat sich China bereits heute zum weltweit größten Automobilexporteur entwickelt und soll seine Position durch fortschrittliche Technologien und die zunehmende Bedeutung der Elektromobilität weiter ausbauen. Angesichts eines jährlichen Wachstums um etwa 80 % und der Prognose, dass viele globale Mobilitätsmärkte bis Mitte der 2030er Jahre nahezu vollständig von elektrischen Antrieben durchdrungen sein werden, haben auch viel europäische Fahrzeughersteller¹³⁰ ehrgeizige Elektrifizierungspläne angekündigt und planen, bis 2030 mehr als 150 neue elektrisch angetriebene Fahrzeugmodelle auf den Markt zu bringen.

Der gesamte globale Automobilmarkt wird mit USD 2.738 Mrd. (2021) beziffert und soll sich mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate (CAGR) von 3,0 % bis zum Jahr 2033 auf USD 3.577 Mrd. entwickeln. Nach Produktionsstückzahlen zeichnet sich im Jahr 2023 ein Nachholeffekt (+4,0 % auf 85,7 Mio. Einheiten) ab. Für den Zeitraum 2023 bis 2030 wird derzeit insgesamt ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 1,9 % (CAGR) auf 97,6 Mio. Einheiten erwartet. Dabei dämpft die geringere Nachfrage nach Fahrzeugen mit Verbrennungsmotoren das erwartete Wachstum, während die Wachstumsaussichten für Hybrid- und Elektrofahrzeuge künftig positiver sind.

Durch das dortige stärkere Wachstum (CAGR +3,5 %) verschieben sich die Marktanteile in Richtung der Region Greater China (von 31 % auf 39 %). Neben einer verstärkten Ausrichtung der Region auf

¹³⁰ „OEM“ (Original Equipment Manufacturer = Originalausrüstungshersteller; in der Automobilindustrie für Fahrzeughersteller verwendet).

fortschrittliche Technologien und die verstärkte Verbreitung von Elektrofahrzeugen, bieten Länder wie China für die OEM ein größeres Absatzpotenzial als die USA, Mitteleuropa oder Japan, wo teilweise Sättigungsgrenzen auftreten. Im Vergleich zu beispielsweise Deutschland ist die Motorisierungsrate in China bei weitem nicht auf westlichem Niveau.¹³¹

Auch in Bezug auf die Absatzzahlen ist China der größte Automobilmarkt der Welt. Mit Abstand folgen die übrigen Märkte in der Region Asien/Pazifik, der nordamerikanischen und der europäischen Markt. Die Regionen, in denen sowohl Schaeffler als auch Vitesco Technologies ihre Hauptabsatzmärkte haben, vereinen im Jahr 2022 einen Anteil am weltweiten Umsatz des globalen Automobilmarktes von mehr als 60 %.

Mit einem Volumen von USD 316 Mrd. (2018) stellen Motor- und Getriebesysteme einen wesentlichen Teilmarkt dar. Zu den relevanten Produkten in diesem Teilmarkt gehören Verbrennungsmotoren, Motorsteuergeräte, Komponenten für manuelle und automatische Getriebe sowie Batteriezellen. Das im Zeitraum 2018 bis 2025 erwartete Wachstum von Komponenten des Antriebsstrangs (CAGR 4,7 %) auf USD 435 Mrd. speist sich vor allem aus den hohen Wachstumserwartungen für China. Diese wiederum sind insbesondere Folge einer Verlagerung der Nachfrage hin zu den alternativen Antriebstechnologien. In Europa dürfen Fahrzeuge mit Verbrennungsmotoren nach aktueller Gesetzeslage ab 2035 nicht mehr zugelassen werden, wenn sie nicht mit klimaneutralen Kraftstoffen betreiben werden. Derzeit haben Komponenten zur Verbesserung der Effizienz von Benzin- und Dieselmotoren allerdings weiterhin den größten Marktanteil.

Der Teilmarkt für Fahrwerksysteme hat mit einer Größe von USD 137 Mrd. eine geringere Bedeutung als der Teilmarkt für Komponenten des Antriebsstrangs. Getrieben durch die Anforderungen zur Erhöhung der Sicherheitsstandards und den generellen Trend hin zum autonomen Fahren sowie durch die Anforderungen zur Verminderung des Fahrzeuggewichts soll sich dieser Teilmarkt im Zeitraum 2022 bis 2030 allerdings sehr dynamisch (CAGR 11,6 %) auf USD 330 Mrd. entwickeln.

Im Verhältnis zum gesamten globalen Automobilmarkt handelt es sich bei dem Markt für Fahrzeuglager um einen Nischenmarkt. Das Wachstum um durchschnittlich 3,9 % (CAGR) von USD 14,4 Mrd. (2022) auf USD 19,5 Mrd. (2030) ergibt sich insbesondere aus der steigenden Nachfrage nach leichten, kompakten Lagern infolge einer Verlagerung der Antriebstechnologie in Richtung Elektrifizierung und den steigenden Anforderungen an reibungslose und präzise Bewegungen, die sich aus dem zunehmend automatisierten Fahren ergeben.

Angesichts des kontinuierlich wachsenden globalen Fahrzeugbestands und des zunehmenden Durchschnittsalters der Fahrzeuge soll sich der bedeutende Teilmarkt Automotive Aftermarket von USD 751,6 Mrd. (2022) im Verhältnis zum Gesamtmarkt überdurchschnittlich (CAGR 5,7 %) auf USD 1.167,1 Mrd. (2030) entwickeln. Der US-amerikanische Markt hat derzeit den größten Anteil am globalen Ersatzteilmarkt, was vor allem dem hohen Durchschnittsalter der Fahrzeuge geschuldet ist. Angesichts des derzeit noch deutlich unterdurchschnittlichen Fahrzeugalters in China wird sich der Markt insbesondere dort sehr dynamisch entwickeln. Gemessen an den registrierten Fahrzeugen wird Europa gleichwohl auch im Jahr 2030 noch den größten Anteil behalten. Der globale Fahrzeugbestand soll insgesamt von 1.536 Mio.

¹³¹ Deutschland etwa 582 Pkw/1.000 Einwohner, China etwa 126 Pkw/1.000 Einwohner.

registrierten Fahrzeugen (2023) um durchschnittlich 1,4 % (CAGR) auf 1.697 Mio. registrierte Fahrzeuge (2030) steigen.

Während die Automatisierung der Mobilität aufgrund einer Verminderung der Anzahl und Schwere der Unfälle sowie des Verschleißes eine geringere Reparaturhäufigkeit zur Folge haben dürfte, wird die Nachfrage nach fortschrittlichen und komplexen Reparaturlösungen infolge einer Erhöhung der Komplexität der Teile durch den Übergang zur Elektromobilität und zum autonomen Fahren steigen und das Marktwachstum begünstigen. Im Übrigen hat die zunehmende Digitalisierung auch im Ersatzteilmarkt einen Trend in Richtung E-Commerce zur Folge.

Aufgrund der steigenden Luftverschmutzung und der Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen sowie der damit verbundenen Umweltauflagen und Förderungsmaßnahmen hat der Markt für Elektromobilität in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen. Diese Entwicklung wird sich als wesentlicher Megatrend in der Automobilindustrie erwartungsgemäß fortsetzen. Bereits im Jahr 2022 wurden mit Elektrofahrzeugen weltweit USD 419,3 Mrd. umgesetzt. Bis zum Jahr 2028 soll das Marktvolumen um durchschnittlich 10,7 % (CAGR) auf USD 770,0 Mrd. wachsen. Aktuell ist eine weitere Verbreiterung der Elektromobilität mit Herausforderungen wegen der immer noch hohen Produktionskosten verbunden. Nach aktuellen Prognosen sollen die Preise wichtiger Rohstoffe der Automobilindustrie, wie Kupfer, Aluminium und Lithium, in den kommenden Jahren sinken.

Dabei beruhen die Wachstumserwartungen in erster Linie auf den steigenden Stückzahlen. Infolge des dynamischen Wachstums in den Vorjahren haben Plug-in-Hybrid-Elektrofahrzeuge¹³² mit 2,9 Mio. Einheiten und rein elektrisch batteriebetriebene Elektrofahrzeuge¹³³ mit 10,6 Mio. Einheiten im Jahr 2023 zwar bereits einen Marktanteil von insgesamt 30 % erreicht, liegen aber dennoch weiterhin deutlich hinter den Fahrzeugen, die durch einen Verbrennungsmotor angetrieben werden.¹³⁴

Durch einen kontinuierlichen Anstieg der jährlich abgesetzten Einheiten im Zeitraum 2023 bis 2028 um durchschnittlich 3,7 % pro Jahr (CAGR) auf 3,6 Mio. Einheiten (PEV) bzw. um durchschnittlich 11,8 % pro Jahr (CAGR) auf 13,5 Mio. Einheiten (BEV) sollen die elektrisch betriebenen Fahrzeuge im Jahr 2030 mit dann 28 % (PEV) bzw. 44 % (BEV) Anteil an der Produktion die Antriebsart Verbrennungsmotor (ICE), für die der Anteil bis dahin auf 28 % gesunken sein soll, weitgehend verdrängt haben.

Dieser absehbare Wandel zwingt sowohl die etablierten Automobilhersteller als auch deren Zulieferer, sich auf die neue Nachfrage einzustellen und von traditionellen Verbrennungsmotoren auf Fahrzeuge mit alternativen Antrieben umzustellen. Während der Markt für Komponenten des elektrischen Antriebsstrangs von Fahrzeugen kontinuierlich wächst, weist der Markt für Komponenten der traditionellen Verbrennungsmotoren eine zunehmend rückläufige Tendenz auf.

Bislang haben elektrisch betriebene Fahrzeuge allerdings erst in wenigen Märkten einen wesentlichen Marktanteil erreicht. Den höchsten Anteil weisen nordeuropäische Länder auf. Ursächlich dafür sind im

¹³² „PEV“.

¹³³ „BEV“.

¹³⁴ „ICE“.

Wesentlichen die höheren Einkommen und größeren Anreize. Aber auch in China hatten elektrische Antriebe bereits 2022 einen Anteil von 22 % erreicht.

Hier zeigt sich die Bedeutung einer ausreichenden Verfügbarkeit von öffentlichen Ladepunkten, die in China im Jahr 2022 bereits auf 1,76 Mio. gestiegen waren. Im Vergleich dazu mutet die in Deutschland zu diesem Zeitpunkt verfügbare Anzahl von 77.000 Ladepunkten bescheiden an. Die Anzahl der Ladepunkte steigt in Deutschland inzwischen aber nennenswert. Und auch in den USA soll durch ein seitens der Regierung Biden initiiertes Investitionsprogramm ein flächendeckendes Ladenetzwerk errichtet werden.

Neben dem Megatrend zur Elektrifizierung des Antriebs beeinflusst auch die Integration autonomer Steuerungssysteme¹³⁵ in Fahrzeuge die Entwicklung der Automobilbranche maßgeblich. Bereits heutzutage sind ADAS für die ersten beiden Stufen des Automatisierungsgrads (Level 1 und 2) verfügbar. Systeme, bei denen der Fahrer sich für längere Zeit von bestimmten Fahraufgaben zurückziehen kann (Level 3), werden derzeit für die Vermarktung entwickelt. Der Anteil des Automatisierungsgrads von mindestens Level 3 soll im Jahr 2030 bereits 12 % der neu verkauften Personenkraftwagen erreichen und bis 2035 dynamisch auf 37 % gestiegen sein. Dementsprechend soll der Markt für fortschrittliche Fahrassistenzsysteme und Hardware für autonomes Fahren im Zeitraum 2021 bis 2030 von USD 8 Mrd. auf mindestens USD 55 Mrd. gestiegen sein.

Ein weiterer Trend in der Automobilindustrie betrifft die zunehmende Nachfrage nach Shared-Mobility-Lösungen. Dieser Trend verstärkt auch den Trend zur Elektrifizierung, da Elektrofahrzeuge als besonders attraktiv für Carsharing-Modelle eingeschätzt werden.

In dem sich insgesamt in vielfacher Hinsicht verändernden gesamten Automobilmarkt ist der Marktbe- reich der Automobilzulieferer von einer besonders hohen Wettbewerbsintensität und Dynamik geprägt. Während die Branche infolge von Lieferkettenunterbrechungen sowie eines Mangels an Arbeitskräften und Rohstoffen aufgrund der COVID-19-Pandemie und durch den Ausbruch des Ukraine-Krieges über mehrere Jahre krisenhafte Situationen zu verarbeiten hatte, zeichnete sich ab 2022 eine Trendwende ab.

Von den erheblichen Umsatzsteigerungen können allerdings vor allem asiatische Wettbewerber profitieren. Unter den Automobilzulieferern im deutschsprachigen Raum, die teilweise auch auf dem Weltmarkt zu den Markführern zählen, nimmt Schaeffler in einem Ranking nach den im Jahr 2022 erzielten Umsatzerlösen den vierten und Vitesco Technologies den neunten Platz ein. Die Wettbewerber aus dem deutschsprachigen Raum sind allerdings überwiegend nicht hinreichend mit Schaeffler oder Vitesco Technologies vergleichbar. Die vom Bewertungsgutachter identifizierten Vergleichsunternehmen haben ihren Sitz überwiegend im Ausland.

Aus unserer Sicht lässt sich zusammenfassend festhalten, dass das Wachstum des globalen Automobilmarkts insgesamt weniger Dynamik aufweist als die Entwicklung der globalen Wirtschaftsleistung insgesamt. Durch eine Fokussierung auf Fahrwerksysteme und insbesondere auf die Elektromobilität sowie auf besonders wachstumsstarke Regionen ist gleichwohl ein dynamisches Wachstum erzielbar. Mit einer solchen Fokussierung ist es denkbar, dass Unternehmen, zu deren Portfolio auch weniger wachstumsstarke

¹³⁵ „ADAS“ (Advanced Driver Assistance Systems).

Produkte zählen, sich mittelfristig insgesamt mit höheren einstelligen Wachstumsraten fortentwickeln können.

3. Markt- und Wettbewerbsumfeld im Markt für Industrieproduktion

Für Schaeffler haben Produkte für industrielle Kunden, die nicht die Produktion von Teilen von Automobilen betreffen, ebenfalls eine maßgebliche Bedeutung. Die Sparte Industrial entwickelt und produziert Präzisionskomponenten, Lagerlösungen, Antriebstechnikkomponenten und Systeme sowie Servicelösungen wie sensorgestützte Systeme zur Zustandsüberwachung für eine Vielzahl von Industrieanwendungen. Darüber hinaus befasst sich die Sparte mit neuen Produkten und Lösungen für die Wasserstoffwirtschaft.

Die globale Industrieproduktion ist in der jüngeren Vergangenheit mit Wachstumsraten von etwa 4 % etwas stärker als die reale globale Wirtschaftsleistung gestiegen. Künftig werden teilweise auch geringere Wachstumsraten der globalen Industrieproduktion erwartet. Die durchschnittlichen Zahlen geben nicht die teils sehr unterschiedlichen regionalen Entwicklungen wieder. Während die Industrie in der Region Greater China bereits im Jahr 2023 das mit Abstand höchste Wachstum verzeichnen konnte, mussten in den Regionen Amerika und Asien/Pazifik im Jahr 2023 sogar Rückgänge der Industrieproduktion hingenommen werden. In der Region Asien/Pazifik soll bereits 2024 ein Aufschwung einsetzen, während sich die Industrieproduktion in Amerika nach einem fortgesetzten Rückgang im Jahr 2024 erst im Jahr 2025 wieder erholen soll. Mittelfristig sollen die Wachstumsraten in allen Regionen auf Werte zwischen 1,4 % (Europa) und 3,0 % (Amerika) und insgesamt auf 2,1 % (Welt) sinken.

Als für Schaeffler wesentlicher Teilmarkt des Markts für Industrieproduktion ist der Markt für Präzisionsteile anzusehen. Zu den auf diesem Markt vertriebenen Produkten gehören die rotativen und linearen Lagerlösungen von Schaeffler. Der gesamte Markt für Präzisionsteile soll sich erwartungsgemäß sehr dynamisch entwickeln, was unter anderem auf die steigende industrielle Automatisierung, Innovationen im Gesundheitswesen und in der Medizintechnik sowie die steigende Nachfrage nach Fahrzeugen in aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Afrika zurückzuführen ist. Die weltweiten Gesamtausgaben für Präzisionsteile sollen von 2022 (USD 185,5 Mrd.) bis 2030 (USD 387,9 Mrd.) mit einer durchschnittlichen jährlichen Rate von 9,9 % (CAGR) steigen. Mit einem Anteil von zusammen etwa 70 % sind die Märkte in Amerika und Europa mit Abstand die größten regionalen Teilmärkte. Schaeffler hat seine technologische Expertise bei Präzisionskomponenten durch die Akquisition eines Anbieters von Präzisionsgetrieben für Anwendungen in den Bereichen Robotik und Automation weiter gefestigt.

Im Verhältnis zur Größe des gesamten Markts ist der Teilmarkt für sensorgestützte Systeme zur Zustandsüberwachung von untergeordneter Bedeutung. Ausgehend von einem Marktvolumen in Höhe von USD 3,2 Mrd. (2022) sollen die Umsätze auf diesem Teilmarkt bis zum Jahr 2030 auf USD 5,5 Mrd. steigen. Dieses Wachstum ist auf die zunehmende Akzeptanz des Internet of Things und der Industrie 4.0 zurückzuführen und wird zuerst in hoch entwickelten Regionen zu beobachten sein.

Der Markt für Windkraft hat sich in der Vergangenheit bereits dynamisch entwickelt. So ist die gesamte installierte Kapazität im Zeitraum von 2015 bis 2022 um durchschnittlich 11 % pro Jahr gestiegen. Diese Entwicklung soll auch in den kommenden Jahren anhalten. Die neu installierte Windenergiekapazität soll erwartungsgemäß zwischen 2022 und 2027 um durchschnittlich weitere 15 % pro Jahr steigen. Derzeit ist der asiatisch-pazifische Raum mit 48 % der Windkraftkapazität der größte Windmarkt der Welt.

Angesichts des Ziels des aktuellen Fünf-Jahres-Plans, dass erneuerbare Energien im Jahr 2025 bereits 80 % des gesamten chinesischen Stromverbrauchs decken sollen, ist davon auszugehen, dass sich an der Vorreiterrolle des asiatisch-pazifischen Raums im Markt für Windkraft nichts ändern sollte. Aber insbesondere auch in den USA wird ein deutlicher Aufschwung der erneuerbaren Energie erwartet.

Aufgrund der Bemühungen, nicht erneuerbare Energiequellen durch saubere und nachhaltige Alternativen zu ersetzen, gewinnt auch die Wasserstoffwirtschaft an Bedeutung. Dies gilt insbesondere für die sehr energieintensive Herstellung von Stahl und Beton. Auch in der Automobilbranche gewinnt Wasserstoff als Alternative zu den herkömmlichen Treibstoffen an Bedeutung. Das globale Marktvolumen für die Erzeugung von Wasserstoff wird für das Jahr 2022 bereits mit USD 155,3 Mrd. beziffert. Da China bereits einen hohen Anteil am Wasserstoffverbrauch erreicht hat, wird Wachstum künftig vorwiegend in anderen Regionen wie Nordamerika und Naher Osten erzielt werden können. Schaeffler hat sein zunehmendes Forschungsinteresse an Wasserstofftechnologien durch Projekte in der Wasserstoffproduktion und der Wasserstoffspeichertechnologien bereits demonstriert.

Aus unserer Sicht lässt sich zusammenfassend festhalten, dass das Wachstum der globalen Industrieproduktion keine höhere Dynamik aufweist als die Entwicklung der globalen Wirtschaftsleistung insgesamt. Durch eine Fokussierung auf begrenzte Teilmärkte wie Präzisionsteile oder sensorgestützte Systeme zur Zustandsüberwachung ist gleichwohl ein dynamisches Wachstum erzielbar. Mit einer solchen Fokussierung ist es denkbar, dass Unternehmen, zu deren Portfolio auch weniger wachstumsstarke Produkte zählen, sich mittelfristig insgesamt mit höheren einstelligen Wachstumsraten fortentwickeln können.

V. Bewertungsstichtag

Anders als für eine zu gewährende Barabfindung¹³⁶ legt das Umwandlungsgesetz für die Bestimmung des Umtauschverhältnisses und einer gegebenenfalls zu gewährenden baren Zuzahlung den Stichtag der Bewertung der beteiligten Rechtsträger nicht ausdrücklich fest. Mehrheitlich wird in der Literatur die Auffassung vertreten, dass die Verhältnisse der beteiligten Rechtsträger zum Zeitpunkt der Versammlung der Anteilshaber des übertragenden Rechtsträgers maßgeblich sind.¹³⁷

Als rechtlicher Bewertungsstichtag gilt im Sinne der „Informationsabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ somit der Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung von Vitesco Technologies, also der 24. April 2024.

So haben es die Verschmelzungsparteien auch im Verschmelzungsvertrag bekräftigend geregelt.¹³⁸

Als technischen Bewertungsstichtag im Sinne der „Wertabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ hat der Bewertungsgutachter für die Bewertungen mit einem Zukunftserfolgswert den 31. Dezember 2023 gewählt. Damit trägt er dem Umstand Rechnung, dass das vor dem 24. April 2024 erzielte Ergebnis des Geschäftsjahres 2024 – aufgrund der Rechnungslegung und Planung in jährlichen Perioden – zum einen unterjährig nicht hinreichend sicher abgegrenzt sowie festgestellt werden kann. Zum anderen sind

¹³⁶ Vgl. § 30 Abs. 1 Satz 1 UmwG.

¹³⁷ Vgl. z.B. Zeidler in Semler/Stengel/Leonard UmwG § 9 Rz. 41, m.w.N.

¹³⁸ Vgl. Abschnitt C.

diese den Aktionären von Schaeffler und Vitesco Technologies zum Zeitpunkt der beschlussfassenden Hauptversammlungen noch nicht gutgeschrieben worden.

Im Rahmen der Bewertung nimmt der Bewertungsgutachter vereinfachend an, dass die Jahresergebnisse unterjährig gleichmäßig anfallen. Der üblichen Bewertungspraxis folgend rechnet er sowohl Thesaurierungen als auch Ausschüttungen der Jahresergebnisse vereinfachend einheitlich mit Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres den Aktionären zu.

Die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) und Thesaurierungen werden mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2023) abgezinst und auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (24. April 2024) aufgezinst.

Wir halten die vorstehend beschriebene Vorgehensweise zusammenfassend für sachgerecht. Sie wurde auch rechnerisch richtig durchgeführt.

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsstichtag (24. April 2024) steht in Einklang mit der herrschenden Auffassung in der Fachliteratur.

VI. Bewertungsmethoden

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert von Schaeffler und von Vitesco Technologies jeweils nach der im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertmethode ermittelt. Der Zukunftserfolgswert und somit auch das Ertragswertverfahren als eine mögliche Vorgehensweise zu dessen Ermittlung ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer die maßgebliche und anerkannte Methode zur Wertermittlung von Unternehmen, bei denen der Fortführungswert den Liquidationswert übersteigt. Auch in der Rechtsprechung ist das Ertragswertverfahren als übliche Praxis anerkannt.

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierten Unternehmenswert, also nach Maßgabe der Sichtweise eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Bei diesem typisierten Anteilseigner wird von einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische Einflussnahme ausüben kann.

Über den jeweiligen objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – auch den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern ermittelt. In unserer Funktion als neutraler Gutachter beurteilen wir die Angemessenheit des Umtauschverhältnisse für den Fortführungswert auf Grundlage des objektivierten Unternehmenswerts. Demzufolge haben wir die Ergebnisse einer Bewertung vor persönlichen Steuern nachvollzogen, aber nicht im Detail geprüft.

Der Bewertungsgutachter hat die ermittelten Fortführungswerte jeweils auf eine Aktie umgerechnet und seine Bandbreitenbetrachtung für den Wert je Aktie um Unternehmenswerte erweitert, die er auf der Grundlage von Multiplikatoren ermittelt hat.

Wir greifen die alternativen Wertansätze des Bewertungsgutachters bei unserer Plausibilisierung des jeweiligen objektivierten Unternehmenswerts auf.

Auf Grundlage des IDW S 1 sind die weiteren Betrachtungen nicht dazu geeignet, den Unternehmenswert der Bewertungsobjekte bzw. das sich daraus abzuleitende angemessene Umtauschverhältnis im Sinne des § 12 Abs. 2 UmwG und der vorliegenden Rechtsprechung unmittelbar zu bestimmen. Mittelbar haben wir sie zur Plausibilisierung des jeweiligen Unternehmenswerts bzw. Umtauschverhältnisses herangezogen.

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert von Schaeffler und von Vitesco Technologies jeweils auch auf der Grundlage einer Bewertung mit dem Börsenkurs ermittelt. Angesichts der Rechtsprechung des BGH ist auch der Börsenkurs ein geeigneter Bewertungsmaßstab, sofern gewisse Anforderungen erfüllt werden. Der Bewertungsgutachter vertritt die Auffassung, eine Bewertung von Schaeffler mit dem Börsenkurs sei nicht uneingeschränkt geeignet, um den Verkehrswert von Schaeffler zu ermitteln. Wir halten diese Auffassung für zutreffend.

Der Bewertungsgutachter hat den jeweiligen Liquidationswert der Bewertungsobjekte nicht ermittelt. Er begründet diese Vorgehensweise zusammenfassend mit seiner Feststellung, dass die Rendite des eingesetzten Kapitals jeweils sehr nahe an oder über den Kapitalkosten liege und somit davon auszugehen sei, dass die Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist. Wir haben diese Überlegungen verifiziert und halten es ebenfalls nicht für erforderlich, den Liquidationswert herzuleiten.

Der Bewertungsgutachter hat die Fundamentalwerte, die sich aus einer Stand-Alone-Betrachtung ergeben, nicht um eine Bewertung des Synergiepotenzials aus einem Zusammenschluss von Schaeffler und Vitesco Technologies ergänzt. Wir teilen seine Einschätzung, dass die identifizierten Synergiepotenziale als sogenannte echte Synergien nach aktuellem Stand des IDW S 1 bei der Bewertung nicht zu berücksichtigen sind.

Prüfungsergebnis

Wir halten die Vorgehensweise, zur Ermittlung des jeweiligen Unternehmenswerts von Schaeffler und von Vitesco Technologies das Ertragswertverfahren als objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 heranzuziehen, für sachgerecht.

E. Prüfungsfeststellungen zum Unternehmenswert von Vitesco Technologies (stand alone)

I. Bewertungsobjekt Vitesco Technologies

1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse von Vitesco Technologies

Die Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft hat ihren Sitz in Regensburg und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Regensburg unter HRB 18842 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Siemensstraße 12, 93055 Regensburg.

Die Satzung von Vitesco Technologies wurde zuletzt durch Beschluss der Hauptversammlung vom 17. Mai 2023 dahingehend geändert, dass die Hauptversammlung für einen Zeitraum von zwei Jahren auch ohne physische Präsenz der Aktionäre oder ihrer Bevollmächtigten am Ort der Hauptversammlung abgehalten werden kann (virtuelle Hauptversammlung).

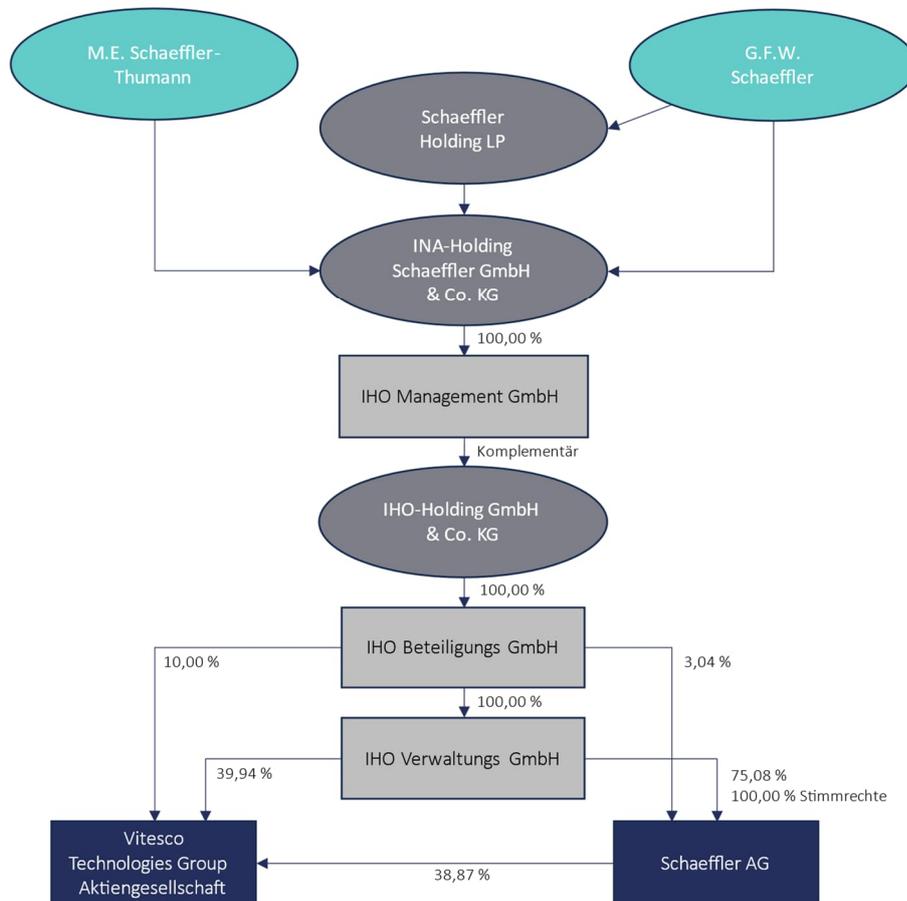
Der Gegenstand des Unternehmens ist in § 2 der Satzung umfassend definiert. Nach § 2 Abs. 1 Satz 1 der Satzung „sind die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von Produkten für Fahrzeuge aller Art und sonstige Mobilitätskonzepte sowie anderen industriellen Erzeugnissen, insbesondere die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von Systemen und Komponenten sowie die Erbringung von Dienstleistungen für Antriebsstränge einschließlich elektrische Maschinen, Leistungselektronik, Steuerelektronik, Software, Energieumwandler (wie Brennstoffzellen) und -speicher (wie Batterien), Sensoren für physikalische und chemische Eigenschaften, Aktuatoren, Technologie zur Schadstoffreduzierung sowie Verbrennungstechnologie“ Gegenstand des Unternehmens.

Das Geschäftsjahr von Vitesco Technologies entspricht dem Kalenderjahr.

Das voll eingezahlte Grundkapital von Vitesco Technologies beträgt € 100.052.990,00 und ist in 40.021.196 auf den Namen lautende, gattungsgleiche Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 2,50 je Aktie eingeteilt. Nach den Angaben im Verschmelzungsbericht hält Vitesco Technologies keine eigenen Aktien.

Nach den Stimmrechtsmitteilungen vom 22. Januar 2024 sind 35.544.228 Vitesco-Aktien Frau Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann und Herrn Georg F.W. Schaeffler, beide geschäftsansässig unter der Adresse Industriestraße 1-3, 91074 Herzogenaurach, zuzurechnen. Das entspricht einer Beteiligung von 88,81 % am Grundkapital und den Stimmrechten von Vitesco Technologies. Die übrigen 4.476.968 Vitesco-Aktien befinden sich angabegemäß im Streubesitz.

Die gemeinsame Beherrschung von Vitesco Technologies – und Schaeffler – durch Frau Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann und Herrn Georg F.W. Schaeffler ergibt sich durch folgende Beteiligungskette:¹³⁹



Frau Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann und Herr Georg F.W. Schaeffler¹⁴⁰ stimmen sich in Geschäftsleitungssitzungen der INA KG stets eng ab, treten als geschlossene Einheit auf und treffen bezüglich der INA KG gemeinsam Entscheidungen.

Die oben dargestellte Beteiligung von Schaeffler an Vitesco Technologies (38,87 %) hat sich infolge eines freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots von Schaeffler an die Aktionäre von Vitesco Technologies zum Erwerb sämtlicher nicht bereits unmittelbar von Schaeffler gehaltenen Stückaktien gegen Zahlung einer baren Gegenleistung¹⁴¹ und eines weiteren Erwerbs ergeben.

¹³⁹ Die jeweilige Kurzbezeichnung und der Sitz der nachfolgend genannten Gesellschaften sind im Abkürzungsverzeichnis aufgeführt.
¹⁴⁰ „Familie Schaeffler“.
¹⁴¹ „Erwerbsangebot“.

Am 9. Oktober 2023 hat Schaeffler in diesem Zusammenhang im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung im Wesentlichen Folgendes bekanntgegeben:

- Entscheidung, ein Erwerbsangebot abzugeben und Absicht eine Angebotsgegenleistung in Höhe von € 91,00 je Vitesco-Aktie zu zahlen, was einer Prämie von rund 20 % auf den volumengewichteten Xetra-Durchschnittskurs¹⁴² der Vitesco-Aktie der vorangegangenen drei Monate entspricht
- Erwerbsangebot als erster von drei Schritten zu einem Unternehmenszusammenschluss von Schaeffler und Vitesco Technologies
- Absicht, im Anschluss an die Durchführung des Erwerbsangebots Vitesco Technologies als übertragenden Rechtsträger auf Schaeffler als übernehmenden Rechtsträger zu verschmelzen
- Schaffung einer führenden „Motion Technology Company“ mit vier fokussierten Sparten und einem Umsatz von ungefähr € 25 Mrd.
- Durch komplementäres Technologieportfolio Möglichkeit der Nutzung des beschleunigten Wachstumspotenzials der E-Mobilität und Synergiepotenzial mit einem erwarteten EBIT-Effekt von bis zu € 600 Mio. pro Jahr, der im Jahr 2029 vollständig realisiert werden soll
- Absicht, den Vorzugsaktionären von Schaeffler die Umwandlung ihrer nicht stimmberechtigten Vorzugsaktien in stimmberechtigte Stammaktien im Verhältnis 1:1 zu ermöglichen
- Abschluss von Vereinbarungen mit der IHO Verwaltungs GmbH und der IHO Beteiligungs GmbH,¹⁴³ mit denen sich diese unter anderem verpflichteten, das Erwerbsangebot für die von ihnen gehaltenen Vitesco-Aktien nicht anzunehmen
- Arrangement eines umfangreichen Finanzierungsangebots, welches eine Brückenfinanzierung für das Erwerbsangebot einschließt

Die Angebotsunterlage ist am 15. November 2023 veröffentlicht worden. Am 27. November 2023 hat Schaeffler eine Änderung des Erwerbsangebots veröffentlicht, in der die Angebotsgegenleistung auf € 94,00 je Vitesco-Aktie erhöht worden ist. Schaeffler hat die Entscheidung zur Erhöhung der Angebotsgegenleistung mit selbem Datum im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt gemacht. In dieser Veröffentlichung gab Schaeffler im Übrigen insbesondere bekannt, dass Schaeffler und Vitesco Technologies einen Vertrag zum Unternehmenszusammenschluss (Business Combination Agreement)¹⁴⁴ geschlossen hatten.

Vitesco Technologies hat mit selbem Datum seinerseits darüber hinaus bekanntgegeben, dass Vorstand und Aufsichtsrat von Vitesco Technologies eine gemeinsame begründete Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG zum Erwerbsangebot veröffentlicht hatten. Vorstand und Aufsichtsrat hätten die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung sorgfältig und intensiv analysiert und bewertet. Dabei hätten die Gremien jeweils sowohl ihre eigenen Erwägungen angestellt und – neben weiteren Faktoren – auch Inadequacy Opinions von verschiedenen Investmentbanken berücksichtigt. Auf dieser Basis, vor dem Hintergrund der eigenen Einschätzung der aktuellen Lage sowie des Entwicklungspotenzials von Vitesco Technologies als auch der Gesamtumstände des Angebots, hielten Vorstand und Aufsichtsrat von Vitesco Technologies auch den erhöhten Angebotspreis je Vitesco-Aktie aus finanzieller Sicht für nicht angemessen. Auch wenn die angebotene Bargegenleistung den langfristigen Wert des Unternehmens nicht angemessen widerspiegele, könne das Erwerbsangebot im aktuellen Marktumfeld gleichwohl eine potenziell attraktive Ausstiegsmöglichkeit für risikoaverse oder kurzfristig orientierte Anleger darstellen.

¹⁴² Xetra ist die Bezeichnung (Abkürzung für exchange electronic trading – elektronischer Börsenhandel) für einen börslichen Handelsplatz der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main.

¹⁴³ Beide Herzogenaurach; zusammen „IHO“.

¹⁴⁴ „BCA“.

Am 20. Dezember 2023 gab Schaeffler bekannt, sich im Rahmen des Erwerbsangebots 29,88 % an Vitesco Technologies gesichert zu haben. Am 23. Januar 2024 gab Schaeffler dann bekannt, den Erwerb eines Aktienpakets von weiteren 3,6 Mio. Vitesco-Aktien vereinbart zu haben. Dies entspreche einem Anteil von etwa 9,00 % an Vitesco Technologies. Durch den Erwerb erhöhe sich der Anteil von Schaeffler an Vitesco Technologies auf rund 38,87 %. Zusammen mit der IHO Verwaltungs GmbH und der IHO Beteiligungs GmbH verfügt Schaeffler über rund 88,81 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an Vitesco Technologies.

Die Vitesco-Aktien (ISIN DE000VTSC017) sind seit dem 16. September 2021 zum Handel im regulierten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen. Sie werden demzufolge auch auf der elektronischen Handelsplattform Xetra gehandelt. Ferner werden die Aktien in den Handel im Freiverkehr der Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart einbezogen und über Tradegate Exchange in Berlin gehandelt. Als elektronische Handelsplattformen werden auch Quotrix und gettex genutzt. Im Ausland werden die Vitesco-Aktien an den Börsen in Wien und der London Stock Exchange gehandelt. Die Vitesco-Aktien sind unter anderem in den Aktienindizes CDAX¹⁴⁵ und – seit dem 25. Juli 2023 – MDAX¹⁴⁶ sowie dem Branchen-Index DAXsector Automobile¹⁴⁷ enthalten. Ferner werden die Vitesco-Aktien in den USA in Form eines Sponsored-American Depositary Receipt-Programms außerbörslich¹⁴⁸ gehandelt.

Die Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft selbst ist eine reine Führungsholding. Sie übt die Governance-Funktion in der Vitesco-Gruppe aus. Das operative Geschäft wird von den im Bewertungsgutachten in einem aktuellen Organigramm dargestellten 30 in- und ausländischen Tochterunternehmen¹⁴⁹ ausgeübt. Daneben werden Anteile an zwei assoziierten Unternehmen und einer sonstigen Beteiligung gehalten.

Die Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft ist Organträger einer Organschaft mit der Vitesco Technologies 2. Verwaltungs GmbH, Regensburg, die als Zwischenholding für die Beteiligungen an nahezu allen Konzerngesellschaften mit Sitz im Ausland dient. Es bestehen darüber hinaus zwei weitere Organkreise, bei denen die Vitesco Technologies GmbH, Regensburg, bzw. die Vitesco Technologies Lohmar Verwaltungs GmbH, Lohmar, Organträger sind.

Zum 31. Dezember 2023 sind nennenswerte nutzbare¹⁵⁰ steuerliche Verlustvorträge nur in Deutschland vorhanden. Die Vitesco Technologies GmbH verfügt über einen Verlustvortrag von € 1.094,2 Mio. hinsichtlich der Körperschaftsteuer bzw. von € 1.070,1 Mio. hinsichtlich der Gewerbesteuer.

Die Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft verfügt über ein steuerliches Einlagekonto, welches sich zum 31. Dezember 2023 auf € 4.574,5 Mio. beläuft. Im Planungszeitraum können allerdings keine steuerfreien Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto geleistet werden, da in allen Planjahren

¹⁴⁵ Composite DAX (marktbreitetester deutscher Aktienindex, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten Aktien enthält).

¹⁴⁶ Zuvor war die Vitesco-Aktie im SDAX enthalten. Ab 18. März 2024 wird die Vitesco-Aktie nicht mehr im MDAX enthalten sein und wieder in den SDAX wechseln.

¹⁴⁷ Branchen-Index, in dem in Deutschland börsennotierte Automobilhersteller und -zulieferer mit dem Gewicht ihrer Börsenkapitalisierung enthalten sind.

¹⁴⁸ OTC-Handel (Over The Counter; außerbörslicher Handel).

¹⁴⁹ Einschließlich treuhänderisch gehaltener Zwerganteiler werden die Anteile an den Tochtergesellschaften sämtlich zu 100 % direkt oder indirekt von Vitesco Technologies gehalten, so dass Minderheiten nicht zu berücksichtigen sind.

¹⁵⁰ Verlustvorträge der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft selbst sind nicht nutzbar.

ein sogenannter ausschüttbarer Gewinn im Sinne des § 27 KStG entstehen wird und Ausschüttungen somit der Abgeltungsteuer unterliegen werden.

2. Wirtschaftliche Grundlagen von Vitesco Technologies

a) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie von Vitesco Technologies

Das heute von Vitesco Technologies betriebene Geschäft wurde früher von der Continental AG, Hannover, als eine ihrer fünf Divisionen betrieben. Spezifisches Know-how bei Antriebsstrangsystemen wurde seit den 1980er Jahren aufgebaut. Die Division Powertrain der Continental AG hatte auch bereits frühzeitig in die Entwicklung von elektrifizierten Antriebsstrangsystemen investiert, insbesondere durch die Übernahme der Siemens VDO Automotive AG im Jahr 2007, wodurch die Continental AG in den Bereich der fünf weltweit führenden Automobilzulieferer aufgestiegen war.

Am 16. September 2021 wurde die zuvor in einer Tochtergesellschaft zusammengefasste ehemalige Division Powertrain der Continental AG als Vitesco Technologies von der Continental AG im Wege der Ausgründung (Spin-off) abgespalten und die Vitesco-Aktien in den Börsenhandel der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen.

Seit dem Geschäftsjahr 2023 wird das Geschäft von Vitesco Technologies in den beiden wirtschaftlich eigenverantwortlichen Divisionen „Electrification Solutions“ und „Powertrain Solutions“ geführt. Die Divisionen verbindet der Fokus auf Antriebstechnologien und auf nachhaltige Lösungen, die der Unternehmensmission („Powering Clean Mobility“) gerecht werden. Zudem unterstützen sich die Divisionen in Teilbereichen hinsichtlich der Forschung und Entwicklung.

Insgesamt werden sowohl Komponenten und Systemlösungen für den Antriebsstrang von Hybrid- und Elektrofahrzeugen als auch von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotoren entwickelt und produziert. Das Produktportfolio umfasst 48-Volt-Elektrifizierungslösungen, elektrische Antriebe und Leistungselektronik für Antriebe aller Antriebsarten. Darüber hinaus umfasst die Produktpalette elektronische Steuerungen, Sensoren, Aktuatoren, Turbolader, Hydraulikkomponenten und Pumpen sowie Abgaslösungen.

Im Bereich der Elektromobilität wird Vitesco Technologies insbesondere bei elektrischen Antrieben, Invertern zur Regelung und Steuerung des E-Antriebsstrangs sowie umfassenden E-Antriebssystemen eine besondere Kompetenz beigemessen.

Das Produktangebot wird sowohl für leichte Fahrzeuge als auch für Nutzfahrzeuge, Zweiräder sowie Freizeit- und Geländefahrzeuge genutzt, wobei der Schwerpunkt bei Personenkraftwagen liegt.

Vitesco Technologies ist an 46 Standorten weltweit vertreten, wobei an neun Standorten ausschließlich produziert und an 25 Standorten hauptsächlich geforscht und entwickelt wird. Die weiteren zwölf Standorte von Vitesco Technologies kombinieren Fertigung sowie Forschung und Entwicklung. Mit seinen rund 35.500 Mitarbeitern¹⁵¹ hat Vitesco Technologies im Geschäftsjahr 2023 Umsatzerlöse in Höhe von € 9.233,2 Mio. erzielt. Diese entfallen zu 45,5 % auf die Region Europa (davon 19,5 Prozentpunkte

¹⁵¹ FTE (Full-Time-Equivalent = Vollzeitäquivalent); Durchschnitt für das Geschäftsjahr 2023. Die durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter im Geschäftsjahr 2023 beträgt laut Geschäftsbericht 37.421.

Deutschland), zu 29,5 % auf die Region Asien (davon 15,9 Prozentpunkte China), zu 23,5 % auf die Region Americas und zu 1,5 % auf den Rest der Welt.

Dank der weltweiten Präsenz hat Vitesco Technologies eine internationale Kundenbasis und eine starke Marktpräsenz zu namhaften Automobilherstellern in Asien, Europa und Nordamerika aufbauen können. Darüber hinaus hat Vitesco Technologies auch in bedeutenden Schwellenländern wie Mexiko und Indien eine breit gefächerte Kundenbasis entwickelt. Von den im Geschäftsjahr 2022 für Vitesco Technologies bedeutendsten und im Bewertungsgutachten aufgeführten Kunden entfallen acht auf große internationale Automobilhersteller und zwei auf andere Zulieferer, darunter Continental.

Sowohl von Vitesco Technologies für Continental als auch in umgekehrter Richtung werden weiterhin Aufträge abgewickelt, da eine strikte Trennung des Geschäfts zum Zeitpunkt der Abspaltung an einigen Standorten nicht möglich bzw. wirtschaftlich sinnvoll gewesen war. Diese Geschäftsbeziehungen werden plangemäß auslaufen. Bis 2022 wurde die Geschäftseinheit Contract Manufacturing als eine von vier Geschäftsbereichen geführt. Angesichts der abnehmenden Bedeutung dieser Geschäftseinheit wurde sie im Zuge der Neuordnung und Verminderung der Segmente auf zwei neu organisierte Divisionen der Division Powertrain Solutions zugeschlagen.

Mit der Neuordnung beabsichtigt Vitesco Technologies, den strategischen Fokus auf die Elektrifizierung des Antriebs zu schärfen. Vitesco Technologies verbindet mit der Neuordnung eine Erhöhung der Effektivität, Effizienz und Flexibilität. Zudem soll die Transparenz der Strukturen durch die Neuordnung erhöht werden, insbesondere im Hinblick auf das Wachstum des Elektrifizierungsgeschäfts und den Fortschritt der Transformation in der Division Powertrain Solutions. Abgrenzungsmerkmal zwischen den Divisionen ist allerdings nicht die Elektrifizierung, wie es die Bezeichnung der Divisionen nahelegen könnte. Auch die Division Powertrain Solutions beinhaltet „Electrified Business“ und auch die Division Electrification Solutions beinhaltet Produkte zur Steuerung von Verbrennungsmotoren.

Die Division Powertrain Solutions lässt sich nach verschiedenen Kriterien wie folgt charakterisieren:

- Kennzahlen für das Geschäftsjahr 2023: Umsatzerlöse € 6.118,8 Mio., bereinigtes EBIT € 464,6 Mio.
- Dimension Geschäftsfelder: Actuation, Sensoric & Controls, Aftermarket & Non-Automotive, Hydraulics & Turbocharger
- Dimension Fahrzeugart: Personenkraftwagen, Lastkraftwagen und Zweiräder – daneben Auftragsfertigung
- Strategische Zuordnung von Produktgruppen:
 - ICE: Kerngeschäft (Core) und Nicht-Kerngeschäft (Non-Core), welches teilweise aktiv ausläuft (Active phase-out = Verträge werden nicht mehr erneuert) oder passiv ausläuft (Passive phase-out = neues Geschäft wird selektiv angeboten, sofern es auf vorhandenen Produkten basiert und mit vorhandenen Anlagen abgewickelt werden kann)
 - Electrified Business: Electrified ICE (Produkte vor allem für PEV), Pure Electric (Produkte zum Beispiel für BEV oder Brennstoffzellenfahrzeuge)
 - Beyond Powertrain: weitere Produktgruppen, die den anderen Bereichen nicht zuzuordnen sind (zum Beispiel die für Continental weiter produzierten Türsteuergeräte)

Der Division Electrification Solutions sind nahezu ausschließlich Produktgruppen zugeordnet, die auch langfristig im Portfolio enthalten sein sollen. Zudem bezieht sich das Angebot dieser Division nahezu ausschließlich auf Personenkraftwagen. Die Division Electrification Solutions stellt das Wachstumssegment von Vitesco Technologies dar. Sie lässt sich im Übrigen wie folgt charakterisieren:

- Kennzahlen für das Geschäftsjahr 2023: Umsatzerlöse € 3.162,3 Mio., bereinigtes EBIT € –98,1 Mio.
- Dimension Geschäftsfelder und Produktgruppen:
 - Electric Drive Systems: insbesondere integrierte Achsantriebe, 48-Volt-Mild-Hybrid-Antriebe, Gleichstromwandler und Thermal Management Lösungen
 - Sensorics & Controls: insbesondere Wechselrichter, Master-/Zonen-Steuerung, Batterie-Management-Systeme, Hochspannungs-Boxen, Benzinmotor-Steuergeräte

Vitesco Technologies strebt an, bis zum Jahr 2030 führender Anbieter von batterieelektrischen Fahrzeugantrieben zu sein und einen Großteil seiner Umsatzerlöse im Elektrifizierungsgeschäft zu erwirtschaften. In der Division Electrification Solutions soll der Break-even bereits 2024 erreicht werden. Die Division Powertrain Solutions erwirtschaftet derzeit einen wesentlichen Teil ihrer Umsätze mit Stickstoff-Sensoren für die Abgasnachbehandlung. Besonderes Wachstumspotenzial sieht sie in der Elektrifizierung von Zweirädern.

b) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Vitesco Technologies einschließlich Bereinigungen

Der Bewertungsgutachter nimmt eine Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Vitesco Technologies auf Grundlage der veröffentlichten Konzernabschlüsse für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023¹⁵² vor. Soweit die Ist-Zahlen der betrachteten Vergangenheit Effekte enthalten, die aufgrund ihres Charakters in der Planungsrechnung nicht enthalten sind, hat der Bewertungsgutachter die Ist-Zahlen zuvor um diese bereinigt.

ba) Ertragslage von Vitesco Technologies

Der Bewertungsgutachter stellt seiner Analyse der Ertragslage die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung – in der Darstellung teilweise zusammengefasst – tabellarisch voran. Die Darstellung beinhaltet die bereinigten Zahlen der betrachteten Vergangenheit (Geschäftsjahre 2021 bis 2023) und die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für die Detailplanungsphase (Geschäftsjahre 2024 bis 2028).

Die vorgenommenen Bereinigungen stellt der Bewertungsgutachter zudem in einer Überleitungsrechnung tabellarisch dar und erläutert sie nachfolgend verbal. Auf dieser Grundlage kommentiert er schließlich die bereinigte Ertragslage.

Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit der betrachteten Vergangenheit herzustellen und um Planüber- oder -unterschreitungen zumindest teilweise durch nicht planbare Sondersachverhalte erklärbar zu machen, ist es in der Bewertungspraxis üblich, die Ergebnisse der Vergangenheit in Bezug auf Sachverhalte mit einmaligem bzw. nicht wiederkehrendem Charakter sowie auf außerordentliche oder periodenfremde Posten zu analysieren.

¹⁵² Der Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2023 liegt uns in der finalen Fassung vor: Er soll am 14. März 2024 veröffentlicht werden.

Daneben kann es zielführend sein, sog. Proforma-Anpassungen vorzunehmen, die dem Umstand Rechnung tragen sollen, dass sich das Bewertungsobjekt infolge von Akquisitionen oder Veräußerungen von Unternehmen oder Geschäftsbereichen geändert hat. Proforma-Anpassungen werden zudem regelmäßig auch dann vorgenommen, wenn die Vergleichbarkeit durch eine Umstellung des Geschäftsjahres beeinträchtigt ist. Es kann darüber hinaus angezeigt sein, Proforma-Anpassungen vorzunehmen, wenn sich die Bilanzierungs- und/oder Bewertungsmethoden im betrachteten Vergangenheitszeitraum und/oder für den Planungszeitraum verändert haben.

Der Bewertungsgutachter hat Bereinigungen der erstgenannten Kategorie vorgenommen. Dabei hat er sich darauf beschränkt, Effekte auf das EBIT zu bereinigen, da die übrigen Posten einer Plan-Gewinn- und Verlustrechnung einer vergleichenden Betrachtung und Plausibilisierung anhand der Entwicklungen in der Vergangenheit zumeist nicht zugänglich sind. In einer Überleitung auf das ausgewiesene Jahresergebnis gliedert er die Bereinigungen des operativen Ergebnisses ihrem Charakter gemäß in das außerordentliche Ergebnis um.

Bei den vorgenommenen Bereinigungen stützt sich der Bewertungsgutachter auf die Angaben in den geprüften Konzernlageberichten sowie ergänzend von Vitesco Technologies erteilte Informationen und Nachweise. Im Bewertungsgutachten wird eine Vielzahl von Bereinigungen beschreiben. Diese lassen sich wie folgt systematisieren:

- Gewinne bzw. Verluste aus der Veräußerung von Gesellschaften und Geschäftsbereichen
- Gewinne bzw. Verluste aus sonstigen Anlageverkäufen
- Erträge aus Wertaufholungen und Verluste aus Wertminderungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte
- Erträge aus der Auflösung und Aufwendungen aus der Bildung von Wertminderungen auf finanzielle Vermögenswerte
- Erträge aus der Auflösung und zugehörige Aufwendungen aus der Bildung von Restrukturierungsrückstellungen
- Erträge aus der Auflösung und zugehörige Aufwendungen aus der Bildung von Rückstellungen für nicht restrukturierungsbedingte Personalanpassungen und Abfindungen
- Aufwendungen im Rahmen der Abspaltung von der Continental AG und im Zusammenhang mit dem Börsengang
- Aufwendungen für Verpflichtungen im Zusammenhang mit Abschaltvorrichtungen

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die vorgenommenen Bereinigungen ohne Beanstandungen verifizieren. Bereinigungen der zweitgenannten Kategorie (Proforma-Anpassungen) waren nach Auffassung des Bewertungsgutachters nicht erforderlich, was wir für nachvollziehbar halten.

Der Bewertungsgutachter leitet das operative Ergebnis vor Bereinigungen auf ein Ergebnis nach Bereinigungen über. Die Bereinigungen haben in allen Jahren eine das operative Ergebnis erhöhende Wirkung.¹⁵³ Die bereinigte EBIT-Marge ist substantiell höher als die sich aus dem ausgewiesenen, die Sondereffekte enthaltenden EBIT ergibt.

Prüfungsergebnis

Die durchgeführten Bereinigungen stellen sicher, dass die Analyse der Planung des operativen Ergebnisses auf vergleichbaren Entwicklungen der gesellschaftseigenen Vergangenheit aufbauen kann.

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters zur bereinigten Ertragslage lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Anstieg der Umsatzerlöse von € 8.348,5 Mio. (2021) um durchschnittlich 5,2 % (CAGR) auf € 9.233,2 Mio. (2023), wobei sich die Umsatzerlöse insbesondere im Geschäftsjahr 2022 (+8,6 %) deutlich erhöht haben
 - Strategie, rückläufige Umsatzerlöse mit traditionellen Verbrennungsmotorteilen durch Elektrofahrzeugkomponenten zu ersetzen und aus dem Produktportfolio mit Elektrofahrzeugkomponenten Wachstum zu generieren, in Entwicklung der Umsatzerlöse erkennbar¹⁵⁴
 - Anteil des Segments Powertrain Solutions durch geplante Reduzierung der Umsatzerlöse bei den nicht zum Kerngeschäft gehörenden Aktivitäten wie Hydraulik- und Turbocharger-Produkten sowie einer Verringerung der Auftragsfertigung für den Continental-Konzern auf 66 % (2023) gesunken, wobei die weiterhin zum Kerngeschäft gehörenden Produktbereiche Aktuatoren, Sensoren, Aftermarket und das Non-Automotive-Geschäft weiterhin Aufträge generieren
 - Anteil des Segments Electrification Solutions durch die weltweit zunehmende Nachfrage nach Komponenten und Systemen für die Elektrifizierung von Fahrzeugen und die erfolgreiche Markteinführung neuer Produkte (48-Volt-Mild-Hybrid-System, elektrischer Antriebsstrang und Thermomanagementsystem) auf 34 % (2023) gestiegen
 - Hohe regionale Diversität mit Veränderung der Umsatzanteile innerhalb Europas bei fortbestehender Dominanz von Asien
- Insgesamt unterproportionaler Anstieg der Umsatzkosten um durchschnittlich 4,0 % (CAGR) auf € 7.820,9 Mio. (2023), wodurch sich die Rohertragsmarge von 13,4 % auf 15,3 % verbesserte
 - Verbesserung durch Skaleneffekte und Einsparungen bei den fixen Kosten infolge des Auslaufens der Produktlinie Hydraulik im Segment Powertrain Solutions
 - Zwischenzeitlicher Rückgang der Rohertragsmarge im Geschäftsjahr 2022 (12,8 %) vor allem durch gestiegene Bezugskosten für Produktionsmaterial (Halbleiter und Rohstoffe) und signifikante Preissteigerungen auch für Nicht-Produktionsmaterial (Energie- und Logistikkosten), wobei ein erheblicher Teil der gestiegenen Kosten für Produktionsmaterial an die Kunden weitergegeben werden konnte
- Insgesamt weitgehend umsatzproportionaler Anstieg der Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten auf € 403,2 Mio. (2023), was einer Kostenquote von 4,4 % entspricht
 - Verbesserung Kostenquote auf 1,6 % (2023) bei Vertriebs- und Logistikkosten durch weitere Optimierungen der Vertriebsstruktur nach Abspaltung von der Continental AG
 - Insgesamt Anstieg der Kostenquote für allgemeine Verwaltungskosten auf 2,7 % (2023)

¹⁵³ € +102,3 Mio. (2021), € +80,8 Mio. (2022) und € +169,9 Mio. (2023).

¹⁵⁴ Eine genaue Aufteilung der Umsatzerlöse nach der aktuellen Segmentierung liegt erst ab dem Geschäftsjahr 2022 vor.

- Aufwendungen für Forschung und Entwicklung¹⁵⁵ mit € 1.020,2 Mio. (2023) insgesamt auf absolut gleichbleibendem Niveau, nachdem in Vorjahren bereits erhebliche Aufwendungen getätigt worden waren, so dass sich die Kostenquote signifikant auf 11,0 % (2023) verringert hat
 - Entwicklung von Technologien im Bereich der Elektrifizierung, der elektronischen Steuerungen sowie von spezifischen Sensoren und Aktuatoren für verschiedene Anwendungen
 - Aktuelle Forschungsschwerpunkte spezifische Sensoren und Aktuatoren für E-Motoren, Batterien, Brennstoffzellen und Fahrzeugzugang
- Sonstige Erträge mit einer Vielzahl von Positionen, deren größte Erträge aus der Erstattung von Forschungs- und Entwicklungsarbeiten betrifft, auf € 480,2 Mio. (2023) gesunken
- Sonstige Aufwendungen mit einer Vielzahl von Positionen, deren größte Aufwendungen aus der Zuführung zu Gewährleistungsrückstellungen betrifft, auf € 127,0 Mio. gesunken
- EBIT kontinuierlich auf € 342,1 Mio. und EBIT-Marge auf 3,7 % gestiegen
- In den zuvor dargestellten Funktionskosten enthaltene Abschreibungen von 6,1 % der Umsatzerlöse (2021) auf 5,4 % der Umsatzerlöse (2023) gesunken, was einem absoluten Betrag von € 495,0 Mio. (2023) entspricht
- EBITDA kontinuierlich auf € 837,1 Mio. und EBITDA-Marge auf 9,1 % gestiegen
- Finanzergebnis (unbereinigt) schwankend, aber von untergeordneter Bedeutung (2023: € –26,5 Mio.)
- Außerordentliches Ergebnis als Gegenposten zu den durchgeführten Bereinigungen
- Ertragsteuern (unbereinigt) durch Steueraufwand belastet, der in Deutschland trotz negativer Vorsteuerergebnisse (IFRS) anfällt¹⁵⁶, und auf Konzernebene eine effektive Steuerquote von bis zu 463 % (2021) zur Folge hat
- Jahresergebnis (unbereinigt) schwankend
 - Geschäftsjahr 2021 (€ –122,0 Mio.) durch nicht nachhaltige Posten (außerordentliches Ergebnis und überproportionalen Steueraufwand belastet
 - Geschäftsjahr 2022 (€ +23,6 Mio.) weniger durch diese Sondereffekte belastet
 - Geschäftsjahr 2023 (€ –96,4 Mio.) in sehr hohem Umfang durch diese Sondereffekte belastet

bb) Vermögens- und Finanzlage von Vitesco Technologies

Der Bewertungsgutachter stellt seiner Analyse der Vermögens- und Finanzlage die Konzernbilanz – in der Darstellung auf Postenebene zusammengefasst, aber getrennt nach Aktivseite (Vermögenslage) und Passivseite (Finanzlage) – tabellarisch voran. Die Darstellung beinhaltet die bereinigten Zahlen der betrachteten Vergangenheit (Geschäftsjahre 2021 bis 2023) und die Plan-Bilanzen für die Detailplanungsphase (Geschäftsjahre 2024 bis 2028).

Die vorgenommenen Bereinigungen stellt der Bewertungsgutachter zudem in einer Überleitungsrechnung tabellarisch dar und erläutert sie nachfolgend verbal. Auf dieser Grundlage kommentiert er schließlich die bereinigte Vermögens- und Finanzlage.

Die Bereinigungen betreffen allerdings nur aktive und latente Steuern im Geschäftsjahr 2023. Deren Bereinigung hat eine Erhöhung des Eigenkapitals zur Folge. Mit den Bereinigungen werden steuerliche Effekte im Zusammenhang mit der geplanten Verschmelzung mit Schaeffler korrigiert, da Vitesco

¹⁵⁵ Netto, also nach Abzug von Aktivierungen bei den immateriellen Vermögensgegenständen.

¹⁵⁶ Z.B. Quellensteuern, insbesondere aber Aufwand aus latenten Steuern, im Geschäftsjahr 2023 im Wesentlichen durch Wertberichtigungen auf Verlustvorträge bedingt.

Technologies bei einer Bewertung auf Stand-Alone-Basis ohne Effekte aus der geplanten Verschmelzung zu bewerten ist.

Wir halten diese Bereinigung für sachgerecht. Weitere zu bereinigende Sachverhalte haben wir im Rahmen unserer Prüfung nicht festgestellt.

Prüfungsergebnis

Die durchgeführten Bereinigungen stellen sicher, dass die Bilanzplanung auf einer für Bewertungszwecke sachgerechten Stichtagsbilanz aufsetzt.

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters zur bereinigten Vermögens- und Finanzlage lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Geringfügiger Anstieg der Bilanzsumme auf € 7.621,5 Mio. (31. Dezember 2023)
- Vermögenslage durch immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen (langfristige Vermögenswerte), Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie liquide Mittel (kurzfristige Vermögenswerte) bestimmt
- Immaterielle Vermögensgegenstände insbesondere durch Aktivierung von Entwicklungsleistungen auf € 1.122,0 Mio. (31. Dezember 2023; 14 % der Bilanzsumme) gestiegen, darunter
 - Geschäfts- oder Firmenwerte aus Unternehmenserwerben in den Geschäftsjahren 1998 bis 2014 (insgesamt € 786,3 Mio. zum 31. Dezember 2023)
 - Aktivierte Entwicklungsleistungen (€ 317,6 Mio. zum 31. Dezember 2023)
 - Sonstige immaterielle Vermögenswerte, im Wesentlichen Software (€ 18,1 Mio. zum 31. Dezember 2023)
- Sachanlagen insbesondere durch Veräußerungen im Rahmen der Reduzierung der Auftragsfertigung für den Continental-Konzern und Unternehmensverkäufe auf € 2.279,7 Mio. (31. Dezember 2023; 30 % der Bilanzsumme) gesunken
 - Gegenläufiger Effekt aus Investitionen zur Erweiterung der Produktionskapazitäten für Batterierienagementsysteme und Achsantriebsgeschäft
 - Wesentliche Bestandteile (31. Dezember 2023): technische Anlagen und Maschinen (€ 1.180,5 Mio.), andere Anlagen sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung (€ 127,3 Mio.), geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau (€ 437,0 Mio.), Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte und Bauten (€ 318,5 Mio.) sowie aktivierte Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen (€ 216,4 Mio.)
- Finanzanlagen unter anderem Anteile an nicht konsolidierten verbundenen Unternehmen, an at equity bilanzierten und an sonstigen Beteiligungsunternehmen
- Vorräte unterproportional zu den Umsatzerlösen auf € 825,1 Mio. (31. Dezember 2023; 11 % der Bilanzsumme) gestiegen
 - Verringerung der Lagerreichweite von 44 auf 42 Tage
 - Im Wesentlichen Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe
- Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf € 1.546,0 Mio. (31. Dezember 2023; 20 % der Bilanzsumme) angestiegen, Debitorenlaufzeit durch verbessertes Forderungsmanagement auf 61 Tage (2023) gesunken
- Liquide Mittel auf € 1.063,6 (31. Dezember 2023, 14 % der Bilanzsumme) gestiegen, Anstieg im Geschäftsjahr 2023 infolge Aufnahme von Bankdarlehen über insgesamt € 295,0 Mio.
- Finanzlage durch Eigenkapital, verzinsliche Verbindlichkeiten und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen geprägt
- Eigenkapital (bereinigt) durch ergebnisneutrale Neubewertungen und Konzernergebnisse insgesamt auf € 3.015,5 (31. Dezember 2023, 40 % der Bilanzsumme) erhöht, wobei keine Dividenden gezahlt worden sind

- Verzinsliche Verbindlichkeiten insgesamt auf € 1.488,6 Mio. (31. Dezember 2023, 20 % der Bilanzsumme) gestiegen
 - Langfristige Leistungen an Arbeitnehmer (insbesondere Pensionsrückstellungen) im Geschäftsjahr 2022 infolge des Zinsanstiegs gesunken, im Geschäftsjahr 2023 wieder auf € 624,2 Mio. (31. Dezember 2023) gestiegen
 - Aufnahme von Schuldscheindarlehen über € 200,0 Mio. mit Fälligkeiten bis 2032 im Geschäftsjahr 2022
 - Aufnahme von Bankdarlehen über insgesamt € 295,0 Mio. im Geschäftsjahr 2023
- Unverzinsliche Verbindlichkeiten insgesamt auf € 2.678,3 (31. Dezember 2023, 35 % der Bilanzsumme) gesunken
 - Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen nach einem Anstieg infolge der deutlichen Erhöhung der Umsatzkosten im Geschäftsjahr 2022 nachfolgend durch die Minderung des Auftragsvolumens von Geschäften mit dem Continental-Konzern auf € 1.838,6 Mio. (31. Dezember 2023) gesunken, was zu einer deutlichen Verminderung der Kreditorenlaufzeit auf 93 Tage führte
 - Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten unter anderem Verpflichtungen aus einer Konzerntrennungsvereinbarung, nach der Vitesco Technologies grundsätzlich verpflichtet ist, Gesellschaften des Continental-Konzerns von Kosten und Verbindlichkeiten freizustellen, die den Geschäftsbereichen von Vitesco Technologies zuzuordnen sind, darunter Vorsorge für Ermittlungsverfahren wegen des Vorwurfs der Verwendung illegaler Abschaltvorrichtungen in Fahrzeugen des Volkswagen-Konzerns

3. Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts von Vitesco Technologies

Der Bewertungsgutachter fasst seine ausführliche Analyse des Geschäftsmodells und der Unternehmensstrategie von Vitesco Technologies unter Einbeziehung des Markt- und Wettbewerbsumfelds in einer SWOT-Analyse¹⁵⁷ zusammen. Diese lässt sich verdichtet und ergänzt um einige weitere Aspekte wie folgt darstellen:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pionier der Branche mit guter Reputation aufgrund von über einem Jahrzehnt Erfahrung in der Elektrifizierung von Fahrzeugantrieben ▪ Breites und vielseitig einsetzbares Produktportfolio ▪ Starke globale Präsenz mit Diversifikationseffekten bei gleichzeitiger Fokussierung auf Wachstumsmärkte ▪ Langjährige Kundenbindungen mit einem hohen Marktanteil bei großen Automobilherstellern und einem großen Auftragsbestand, insbesondere auch im Bereich der Elektrifizierung ▪ Innovationskraft aufgrund hoher Investitionen in Forschung und Entwicklung ▪ Effiziente Produktion aufgrund eines modularen Ansatzes, die zu Skalenvorteilen führt ▪ Finanzkraft durch hohe Finanzierung mit Eigenkapital ▪ Aktuell hoher Auftragsbestand 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abhängigkeit von wenigen großen Automobilherstellern ▪ Abhängigkeit von der Verfügbarkeit von Komponenten und von der Höhe der Rohstoffpreise ▪ Generell hoher Fixkostenanteil und derzeit hohe Investitionen zum Ausbau der Division Electrification Solutions ▪ Derzeit Wachstumsbereich Electrification Solutions noch nicht profitabel
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Globale Trends „Sustainability“ und „E-Mobility“ mit entsprechend wachsenden Adressable Markets bei BEV und HEV ▪ Steigender und mittelfristig anhaltender Bedarf an Lösungen für die Abgasnachbehandlung ▪ Auslagerung der Produktion von Komponenten von Fahrzeugherstellern auf Zulieferer ▪ Zunehmende Regulierungen auch im Lkw-Markt 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Generelle Abhängigkeit von der Entwicklung der Automobilproduktion, die mit der konjunkturellen gesamtwirtschaftlichen Lage schwankt ▪ Generelle Wettbewerbsintensität in der Automobilbranche mit zunehmendem Preisdruck und geringen Margen ▪ Generell weniger stark wachsende Nachfrage nach Elektromobilität ▪ Schneller technologischer Wandel, der Investitionen bei technologischen Entwicklungen und Durchbrüchen in anderen nachhaltigen Mobilitätsbereichen entwerten kann ▪ Vermehrte interne Produktion von Komponenten durch die Fahrzeughersteller ▪ Mögliche höhere Inanspruchnahme aus Haftungsansprüchen aus der Konzerntrennungsvereinbarung mit der Continental AG als zurückgestellt

Wie in vorstehender Auflistung erkennbar wird, stehen sich Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken von Vitesco Technologies in den für sie relevanten Märkten in einem insgesamt ausgewogenen Verhältnis gegenüber. Die Stärken lassen ein profitables Wachstum erwarten. Die Risiken zeigen, dass eine solche Entwicklung zahlreichen Gefahren ausgesetzt ist.

¹⁵⁷ Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School).

II. Bewertung von Vitesco Technologies mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1

1. Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts Vitesco Technologies

Als Bewertungsobjekt wird zutreffend Vitesco Technologies einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen betrachtet.

Die Bewertung von Konzernen kann nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, die – sofern sachgerecht angewendet – zu identischen Ergebnissen führen müssen.¹⁵⁸ Die Auswahl einer dieser Methoden ist abhängig vom Aufbau der zugrunde gelegten Planungsrechnung bzw. der damit verfolgten Steuerungszwecke und der Frage, ob eine Darstellung einzelner Werte sinnvoll oder erforderlich ist.

Vorliegend wird das Geschäft primär auf Konzernebene geplant und gesteuert. Entsprechend der Struktur der vorgelegten Planungsrechnung hat der Bewertungsgutachter demzufolge eine simultane Bewertung auf Konzernebene vorgenommen und den Ertragswert aus der vorgelegten Konzernplanung abgeleitet. Zudem ist im konkreten Bewertungsfall die Feststellung von Unternehmenswerten für einzelne Tochtergesellschaften nicht erforderlich.

Die vorstehend beschriebene Vorgehensweise halten wir aus den oben genannten Gründen für zweckmäßig. Wir haben uns durch Abstimmungen versichert, dass die Tochterunternehmen und Beteiligungen vollständig bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Vitesco Technologies berücksichtigt worden sind.

Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise, wie der Bewertungsgutachter das Bewertungsobjekt strukturiert und abgegrenzt hat, für sachgerecht.

2. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen von Vitesco Technologies

a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess von Vitesco Technologies

Die Bewertung von Vitesco Technologies geht in Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1 von einer unbegrenzten Lebensdauer der Unternehmen der Vitesco-Gruppe aus. Da eine dezidierte Planung für einen unendlichen Zeitraum nicht möglich ist, ist zwischen der Detailplanungsphase und der Phase der ewigen Rente zu unterscheiden.¹⁵⁹

Die Detailplanungsphase ist durch die vorgelegte Planung von Vitesco Technologies, die die Jahre 2024 bis 2028 umfasst, bestimmt. Das erste Jahr der Planungsrechnung (Budget) weist einen höheren Detaillierungsgrad¹⁶⁰ auf als die vier Folgejahre.

Das Budget wird auf Ebene der 22 Produktlinien von deren Management geplant und dann auf die sechs Geschäftsbereiche und auf die Segmente aggregiert. Auf Ebene der Segmente wird die Planung der einzelnen Größen zu einer Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie die betrieblichen Vermögens-

¹⁵⁸ Vgl. Abschnitt D.II.1.

¹⁵⁹ Ggf. ergänzt durch eine zwischengeschaltete Grobplanungs- oder Konvergenzphase.

¹⁶⁰ Planung nach Monaten und auf Ebene der Standorte.

werte erweitert. Auch die Volumenplanung für jedes Produkt sowie Planungen nach Kunden und Regionen werden auf dieser Ebene durchgeführt.

Der Planungsprozess der Vitesco-Gruppe wird im Gegenstromverfahren durchgeführt. Der reguläre Planungsprozess beginnt im Mai und endet im Dezember eines jeden Jahres. Er beginnt „top down“ durch eine vorläufige Vorgabe von externen Faktoren (z.B. Wechselkurse). Diese werden im Juli aktualisiert und finalisiert sowie um eine Vielzahl von Annahmen zur volkswirtschaftlichen Entwicklung in den einzelnen Ländern ergänzt. Im Mai beginnt die Planung der Umsatzerlöse und der Umsatzkosten „bottom up“ auf Ebene der Produktlinien. Parallel dazu werden Investitionen, Forschungs- und Entwicklungskosten sowie die Kosten von Shared Service Centers durch die jeweiligen Standorte geplant. Ziele für Investitionen werden dabei gesondert vom Investment Controlling kommuniziert. Auf Basis der von den Funktionen bereitgestellten Planungsinformationen beginnt im August die Planung der Werke. Ab Oktober werden die „bottom up“ erstellten und vom Controlling zusammengeführten Planungen auf verschiedenen Ebenen, einschließlich der Produktlinien und Geschäftsbereiche, und schließlich vom Vorstand „top down“ überprüft.

Die Zielvorgaben für das Budget und die strategische Planung basieren grundsätzlich auf der genehmigten Planung des Vorjahres. Allerdings behält sich das Management vor, die Zielvorgaben anzupassen. In diesem Fall werden die Kosten-, Gewinn- und Cashflow-Ziele in Zusammenarbeit mit den Abteilungen Controlling, Planning & Reporting und den relevanten Geschäftsbereichen diskutiert und festgelegt.

Die finale Planungsrechnung wird regelmäßig im Dezember von Vorstand und Aufsichtsrat verabschiedet. Die vorgelegte Planungsrechnung wurde vom Vorstand am 27. November 2023 verabschiedet und vom Aufsichtsrat am 7. Dezember 2023 genehmigt.¹⁶¹

Nach unseren Erkenntnissen ist diese Planungsrechnung aus dem dargestellten regulären Planungsprozess entstanden. Dieser Prozess entspricht nach unserer Einschätzung den Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung. Angesichts des dargestellten systematischen Planungsprozesses halten wir deshalb die von Vitesco Technologies vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich für Zwecke der Unternehmensbewertung für geeignet.

Sie ist entsprechend ihrer externen Berichterstattung nach den IFRS aufgestellt und umfasst eine integrierte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und des Cashflows. Die auf Konzernebene zusammengefassten Angaben der finalen Planung lassen sich nach verschiedenen Kriterien filtern, z.B. nach Segmenten, Geschäftsbereichen und Produktlinien oder nach Regionen. Über die finanziellen Kennzahlen hinaus lassen sich ihr auch weitere Informationen wie die jeweilige Anzahl der Mitarbeiter entnehmen.

¹⁶¹ Genehmigung des Budgets und der Investitionsplanung für das Geschäftsjahr 2024, Kenntnisnahme der Planung für die Geschäftsjahre 2025 bis 2028.

b) Analyse der Planungstreue von Vitesco Technologies

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2021 bis 2023 erzielten Umsatzerlöse und des jeweiligen „adjusted EBIT“ (Ist) mit den jeweils für sie prognostizierten Werten (Plan) überprüft.

Angesichts der regelmäßig deutlich geringeren Planungssicherheit nachfolgender Planungsjahre beschränkt sich die Analyse auf die Planungen für das jeweils erste Planjahr (Budgetjahr).

Wir halten die grundsätzliche Vorgehensweise, wie der Bewertungsgutachter die Planungstreue analysiert hat, für sachgerecht. Seine Erläuterungen zu den Plan-Ist-Abweichungen und die aus dieser Analyse gewonnenen Erkenntnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Umsatzerlöse in allen betrachteten Geschäftsjahren planungstreu
- Ergebnisprognosen in allen betrachteten Geschäftsjahren übertroffen, was im Wesentlichen auf folgende Umstände zurückzuführen ist:
 - Geschäftsjahre 2021 und 2022: Erwartete Ergebnisbelastungen durch niedrigere Produktionsvolumina und die weltweite Halbleiterkrise als Folgen der COVID-19-Pandemie geringer als befürchtet ausgefallen
 - Geschäftsjahr 2023: Erwartete Ergebnisbelastungen durch die andauernde Halbleiterkrise und die generelle Entwicklung der Einkaufspreise geringer als erwartet ausgefallen
- Prognosen auf Gruppenebene erfüllt
- Keine Anzeichen erkennbar, dass die vorliegende Planungsrechnung keine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung darstellt

Nach unserer Auffassung gibt die Analyse der Planungstreue keinen Hinweis darauf, dass Vitesco Technologies bei der Erstellung von Planungsrechnungen übermäßig ambitionierte Ergebnisziele setzt.

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters im Übrigen ohne Beanstandungen nachvollziehen können. Demzufolge hat die Analyse der Planungstreue – unter Einbeziehung der Erkenntnisse aus unserer Analyse des Planungsprozesses – auch nach unserer Auffassung gezeigt, dass die Planungsrechnungen von Vitesco Technologies für Zwecke der Unternehmensbewertung grundsätzlich geeignet sind.

Prüfungsergebnis

Die von Vitesco Technologies vorgelegte Planungsrechnung kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts von Vitesco Technologies verwendet werden.

Der Bewertungsgutachter hat die vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich unverändert seiner Bewertung zugrunde gelegt.

Aus bewertungssystematischen Gründen hat der Bewertungsgutachter in nachvollziehbarer Weise die folgenden Anpassungen der vorgelegten Planungsrechnung vorgenommen:

- Ersetzen der aus einer Hochrechnung stammenden Zahlen der Planungsrechnung in der Aufsatzbilanz (31. Dezember 2023) durch die Zahlen des Konzernabschlusses
- Modifizierung der Ausschüttungsplanung

- Modifizierung der Planung der liquiden Mittel als Folgewirkung, Modellierung einer operativen Mindestkasse von zwei Monatsumsätzen abzüglich einer bislang nicht in Anspruch genommenen revolving Kreditlinie
- Erhöhung des Zinsaufwands als Folgewirkung der Anpassung der Aufsatzbilanz an die Zahlen des Konzernabschlusses
- Verminderung des Steueraufwands als Folgewirkung der Modifizierung des Zinsaufwands

c) Analyse der Planungsrechnung von Vitesco Technologies

ca) Übersicht

Im Vergleich zu den (bereinigten) Zahlen des betrachteten Vergangenheitszeitraums stellt sich die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung von Vitesco Technologies¹⁶² – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – insgesamt wie folgt dar:

Vitesco Technologies GuV € Mio.	Ist (bereinigt)			Planungsrechnung					CAGR	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2021/23	2023/28
Umsatzerlöse	8.348,5	9.070,0	9.233,2	8.817,5	9.869,4	11.236,3	12.248,2	12.899,8	5,2%	6,9%
Umsatzkosten	-7.228,1	-7.912,9	-7.820,9	-7.385,0	-8.197,9	-9.214,3	-10.011,5	-10.525,5	4,0%	6,1%
Rohertrag	1.120,4	1.157,1	1.412,3	1.432,5	1.671,5	2.022,0	2.236,7	2.374,3	12,3%	10,9%
Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeine Kosten	-357,2	-353,1	-403,2	-349,9	-349,8	-371,5	-376,7	-380,3	6,2%	-1,2%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-1.031,8	-1.005,2	-1.020,2	-955,5	-976,2	-974,2	-1.044,4	-1.022,4	-0,6%	0,0%
Sonstige Erträge	576,3	551,1	480,2	352,3	321,2	295,8	294,1	284,1	-8,7%	-10,0%
Sonstige Aufwendungen	-165,8	-125,8	-127,0	-79,7	-101,5	-100,6	-145,2	-220,0	-12,5%	11,6%
EBIT	141,9	224,1	342,1	399,7	565,2	871,5	964,5	1.035,7	55,3%	24,8%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	508,4	540,7	495,0	508,0	586,5	634,0	695,2	725,7	-1,3%	8,0%
EBITDA	650,3	764,8	837,1	907,7	1.151,7	1.505,5	1.659,7	1.761,4	13,5%	16,0%
Finanzergebnis	-5,9	-45,3	-26,5	-30,8	-40,7	-41,1	-32,5	-28,9		
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	136,0	178,8	315,6	368,9	524,5	830,4	932,0	1.006,8		
Außerordentliches Ergebnis	-102,4	-80,8	-169,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Ergebnis vor Ertragsteuern	33,6	98,0	145,7	368,9	524,5	830,4	932,0	1.006,8		
Ertragsteuern	-155,6	-74,4	-242,1	-140,9	-182,7	-239,8	-258,0	-260,0		
Jahresüberschuss	-122,0	23,6	-96,4	228,0	341,8	590,6	674,0	746,8		
In % der Umsatzerlöse										
Umsatzkosten	86,6%	87,2%	84,7%	83,8%	83,1%	82,0%	81,7%	81,6%		
Rohertrag	13,4%	12,8%	15,3%	16,2%	16,9%	18,0%	18,3%	18,4%		
Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeine Kosten	4,3%	3,9%	4,4%	4,0%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%		
Forschungs- und Entwicklungskosten	12,4%	11,1%	11,0%	10,8%	9,9%	8,7%	8,5%	7,9%		
Sonstige Erträge	6,9%	6,1%	5,2%	4,0%	3,3%	2,6%	2,4%	2,2%		
Sonstige Aufwendungen	2,0%	1,4%	1,4%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-1,2%	-1,7%		
EBIT	1,7%	2,5%	3,7%	4,5%	5,7%	7,8%	7,9%	8,0%		
Abschreibungen	6,1%	6,0%	5,4%	5,8%	5,9%	5,6%	5,7%	5,6%		
EBITDA	7,8%	8,4%	9,1%	10,3%	11,7%	13,4%	13,6%	13,7%		
Effektive Steuerquote	463,1%	75,9%	166,2%	38,2%	34,8%	28,9%	27,7%	25,8%		

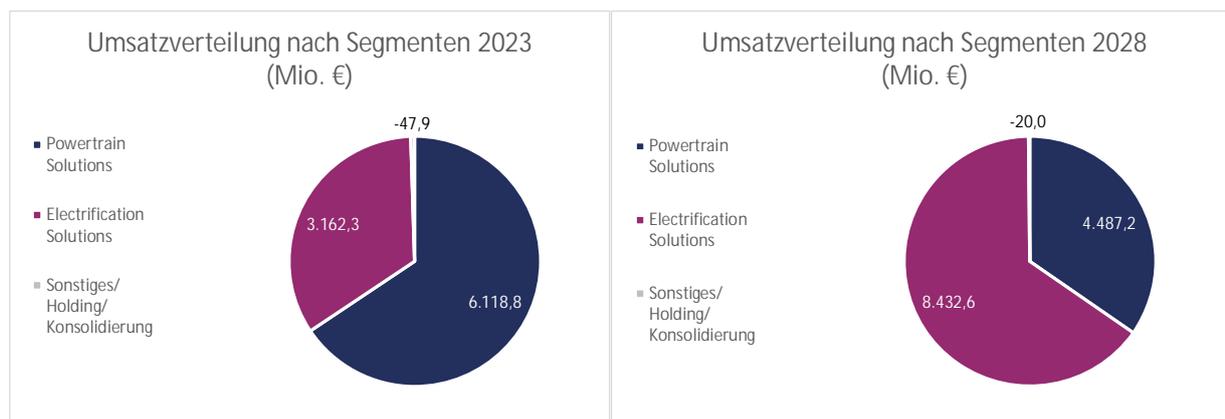
Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

cb) Umsatzerlöse

Ausgehend von einem Jahr, in dem Vitesco Technologies aufgrund nicht vorhersehbarer Entwicklungen erstmals die geplanten Umsatzerlöse nicht übertreffen und nur ein geringes Wachstum erreichen konnte, sollen sich die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2024 aufgrund der Entscheidung, bestimmte Geschäfte künftig nicht mehr zu betreiben bzw. auslaufen zu lassen, sogar rückläufig entwickeln. Die Fokussierung auf wachstumsstarke Geschäftsfelder lässt für die Jahre 2025 und 2026 ein Wachstum über dem gesamten Markt erwarten. In den nachfolgenden Planjahren plant Vitesco Technologies mit abnehmenden Wachstumsraten. Über den gesamten Planungshorizont hinweg ergibt sich eine durchschnittliche Erhöhung der Umsatzerlöse um jährlich 6,9 % (CAGR).

¹⁶² Zu den geringfügigen Modifikationen der vorgelegten Planungsrechnung vgl. Abschnitt E.II.2.b).

Diese Entwicklungstrends sind bei einer Betrachtung der Segmente noch deutlicher erkennbar. Während das Segment Powertrain Solutions im Zeitraum von 2023 bis 2028 erwartungsgemäß Umsatzverluste von 26,3 % hinnehmen muss, sollen die Umsatzerlöse im Segment Electrification Solutions entsprechend der strategischen Ausrichtung jährlich im Durchschnitt um 21,8 % (CAGR) steigen. So verschieben sich die Gewichte der Segmente von zwei Drittel/ein Drittel hin zu ein Drittel/zwei Drittel wie aus folgender Abbildung erkennbar wird:



Ausschlaggebend für den Rückgang der Umsatzerlöse im Segment Powertrain Solutions ist zunächst die schrittweise Beendigung der Auftragsfertigung für den Continental-Konzern und das Auslaufen bestimmter Produkte für Verbrennungsmotoren, die nicht zum Kerngeschäft gehören. Produkte für Verbrennungsmotoren, die zum Kerngeschäft gehören, wie z.B. Sensoren und Aktuatoren, will Vitesco Technologies weiterhin produzieren, auch wenn der Markt tendenziell rückläufig ist. Bei diesen Produkten soll das Umsatzniveau weitgehend konstant gehalten werden. Das erwartete Wachstum der Umsatzerlöse bei Kernprodukten im Bereich der Elektrifizierung, wie z.B. das Geschäft mit Zweirädern, geht von einem geringen Niveau aus und kann die Umsatzverluste im Bereich der Produkte für Verbrennungsmotoren nicht ausgleichen. In einer regionalen Betrachtung soll sich das Geschäft zunehmend in Richtung Deutschland und China verschieben.

Bei dem erwarteten signifikanten Umsatzwachstum im Segment Electrification Solutions profitiert Vitesco Technologies von der frühzeitigen Fokussierung auf die Elektrifizierung des Antriebsstrangs und die hohen Investitionen in Forschung und Entwicklung in der Vergangenheit. Dementsprechend rechnet die Vitesco Technologies insbesondere zu Beginn des Planungszeitraums mit Wachstumsraten, die deutlich über dem geschätzten Wachstum des globalen Elektrofahrzeugmarkts liegen. Im Verlauf des Planungszeitraums rechnet Vitesco Technologies allerdings mit einer Erhöhung der Zahl der Wettbewerber, mehr Wettbewerbsdruck und somit einem Abklingen des Umsatzwachstums. In regionaler Sicht sieht Vitesco Technologies insbesondere in Amerika, wo sie derzeit noch weniger präsent ist, das größte Wachstumspotential. Aufgrund von Verzögerungen in der Entwicklung von Elektrofahrzeugen bei europäischen Automobilherstellern soll das Wachstum in Europa insgesamt geringer ausfallen. Für Deutschland wird mittelfristig auch ein höheres Wachstum erwartet.

Die Planung der Umsatzerlöse von Vitesco Technologies ist in hohem Maße durch vorhandene Aufträge unterlegt. Über beide Segmente hinweg entfallen im ersten Planjahr 2024 bereits 89 % der geplanten

Umsätze auf den aktuell vorhandenen Auftragsbestand. Selbst im Jahr 2028 sind noch 52 % der geplanten Umsatzerlöse durch bereits kontrahierte Aufträge unterlegt.

Der vom Bewertungsgutachter dargestellte Vergleich des Wachstums der Umsatzerlöse von Vitesco Technologies mit den Wachstumsraten der Peers zeigt, dass das Wachstum von Vitesco Technologies in der Vergangenheit als unterdurchschnittlich einzuschätzen ist. Dies gilt auch für das erste Planjahr 2024, in dem Vitesco Technologies über beide Segmente hinweg sogar einen Rückgang der Umsatzerlöse erwartet. Die Entwicklung dieser Jahre ist auf die Entscheidung von Vitesco Technologies zurückzuführen, bestimmte Geschäfte künftig nicht mehr zu betreiben bzw. auslaufen zu lassen. Die strategische Fokussierung auf wachstumsstarke Produkte soll nach einer Anlaufzeit ab dem Planjahr 2025 ein Wachstum ermöglichen, welches deutlich über dem Median der von Analysten für die Vergleichsunternehmen erwarteten Wachstumsraten liegt. Langfristig ist auf Grundlage dieser Plausibilisierung damit zu rechnen, dass sich die plangemäß rückläufigen Wachstumsraten dem Marktniveau annähern.

cc) Operatives Ergebnis (EBIT)

Vitesco Technologies rechnet damit, dass die Umsatzkosten im Planungshorizont unterproportional zu den Umsatzerlösen auf € 10.525,5 Mio. (2028) ansteigen, so dass sich die Rohertragsmarge erwartungsgemäß kontinuierlich von 15,3 % (2023) auf 18,4 % (2028) verbessert.

Die substantielle Erhöhung der Rohertragsmarge ist auf eine Vielzahl von eingeleiteten Maßnahmen und externen Einflussfaktoren zurückzuführen.

Erhebliche Einsparungen werden bei den Materialkosten erwartet. Nachdem die Einkaufspreise von bestimmten Produktionsmaterialien wie Halbleitern im Zuge der COVID-19-Pandemie und der darauffolgenden inflationären Tendenzen erheblich gestiegen waren, zeichnet sich eine Normalisierung auf dem globalen Markt ab, was in den kommenden Jahren voraussichtlich zu erheblichen Einsparungsmöglichkeiten führt. Teilweise müssen die Einsparungen über eine Reduzierung der Ausgangspreise an die Kunden weitergegeben werden. Nachdem die Kostensteigerungen in der jüngeren Vergangenheit nicht in vollem Umfang an die Kunden weitergegeben werden konnte, erwartet Vitesco Technologies allerdings, frühere Defizite ausgleichen zu können.

Die Verbesserung der Marge ergibt sich zudem aus Effizienzgewinnen infolge von Optimierungsmaßnahmen der Vergangenheit, einer Fokussierung auf margenstarke Geschäftsbereiche und einer plangemäß höheren Auslastung der Werke, somit aus Kostendegressionseffekten.

Die Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten sollen im ersten Planjahr um 13,2 % auf € 349,9 Mio. sinken und im Geschäftsjahr 2025 auf dem erreichten Niveau verbleiben. Ursächlich hierfür sind im Wesentlichen die im Rahmen des Programms „Next“ eingeleiteten Maßnahmen zur Restrukturierung und Reorganisation, insbesondere in Bezug auf die Zentralfunktionen und Shared Services. Infolge dieser Maßnahmen sollen sich die Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten auch in den nachfolgenden Jahren nicht wesentlich erhöhen.

Vitesco Technologies erwartet, die Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten insgesamt substantiell senken zu können. Über den Planungshorizont ergibt sich rechnerisch ein jährlicher Rückgang von

1,2 % (CAGR), während die Umsatzerlöse plangemäß um jährlich 6,9 % (CAGR) gesteigert werden sollen. Die Vertriebs-, Verwaltungs- und allgemeinen Kosten haben überwiegend Fixkostencharakter. Infolgedessen führen Kostendegressionseffekte zu einer Verringerung der Kostenquote von 4,4 % (2023) auf 2,9 % (2028). Zu dieser Verbesserung soll auch die Entwicklung der Vertriebs- und Logistikkosten beitragen.

Die Forschungs- und Entwicklungskosten stellen den größten nicht unmittelbar produktionsbezogenen Kostenblock von Vitesco Technologies dar. Die Planung für das Budgetjahr 2024 basiert auf einer detaillierten Projektliste. Für die nachfolgenden Planjahre werden die Forschungs- und Entwicklungskosten auf Grundlage der Absatz- und Ressourcenplanung fortgeschrieben.

Erwartungsgemäß soll dieser Kostenblock auch über den Planungshorizont auf einem konstanten Niveau bleiben. Infolge der geplanten erheblichen Umsatzsteigerungen soll sich der bereits in der Vergangenheit abzeichnende Trend einer substantiellen Verringerung der Kostenquote im Planungsverlauf fortsetzen. Der Anteil der Forschungs- und Entwicklungskosten an den Umsatzerlösen soll sich von 11,0 % (2023) sukzessive bis auf 7,9 % (2028) vermindern.

In dieser Entwicklung spiegelt sich zum einen wider, dass Vitesco Technologies bereits seit vielen Jahren intensive Anstrengungen bei den Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten betrieben hat, von denen sie in den kommenden Jahren profitieren kann. Darüber hinaus erfordert zum anderen eine Aufrechterhaltung der Technologieführerschaft künftig weniger Aufwand, da die Entwicklung eines Elektromotors technisch weniger anspruchsvoll ist als die eines Verbrennungsmotors.

Der in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesene Aufwand stellt den Saldo aus den angefallenen Forschungs- und Entwicklungskosten (brutto) und einer Aktivierung von Entwicklungsprojekten dar. Über den Planungshorizont vermindern sich die Aktivierungen, während die Abschreibungen auf die zuvor aktivierten Entwicklungsprojekte infolge des Produktionsbeginns steigen.

Der Bewertungsgutachter hat die Forschungs- und Entwicklungskosten von Vitesco Technologies für die Vergangenheit mit den in den Geschäftsberichten der Vergleichsunternehmen ausgewiesenen Forschungs- und Entwicklungskosten verglichen. Im Ergebnis wird mit diesem Vergleich bestätigt, dass Vitesco Technologies in der Vergangenheit in hohem Maße Investitionen in die Forschung und Entwicklung getätigt hat. Es erscheint auf Grundlage dieses Vergleichs plausibel, dass sich die entsprechende Kostenquote bei Vitesco Technologies weiter vermindert.

Der Bewertungsgutachter hat die Forschungs- und Entwicklungskosten auf Basis der ausgewiesenen Aufwendungen allerdings nicht mit Entwicklungen der Vergleichsunternehmen, wie sie sich nach der Konsensmeinung der Analysten für die Vergleichsunternehmen ergeben, abgleichen können, da Schätzungen für die Nettoaufwendungen nicht vorliegen. Mit dem Hinweis auf diese Einschränkung erachtet er die Planung der Forschungs- und Entwicklungskosten von Vitesco Technologies als zwar ambitioniert, aber plausibel.

Die sonstigen Erträge beinhalten im Wesentlichen Erstattungen für Forschungs- und Entwicklungskosten. Da die Erstattungen bei der Entwicklung von Elektrofahrzeugen grundsätzlich geringer ausfallen als bei Verbrennern, erwartet Vitesco Technologies im Zuge der strategischen Ausrichtung auf die E-Mobilität

sinkende sonstige Erträge. Die sonstigen Aufwendungen beinhalten im Wesentlichen Restrukturierungskosten im Zusammenhang mit der Aufgabe von Geschäftsbereichen im Segment Powertrain Solutions. Der positive Saldo aus sonstigen Erträgen und Aufwendungen soll sich im Planungshorizont von € 353,2 (2023, bereinigt) auf € 64,1 Mio. (2028) vermindern.

Das EBIT soll im Planungszeitraum aufgrund der vorstehend dargestellten Entwicklungen dem in der Vergangenheit beobachteten Trend weiter folgen und sich kontinuierlich von € 342,1 Mio. (2023, bereinigt) auf € 1.035,7 Mio. (2028) und die EBIT-Marge entsprechend von 3,7 % (2023, bereinigt) auf 8,0 % (2028) steigen. Damit soll sich die EBIT-Marge von Vitesco aus dem unteren Bereich der Benchmark (2021 und 2022) nach und nach dem Niveau der Peer Group (Median) annähern. Im letzten Jahr, für das eine ausreichende Anzahl von Analystenschätzungen vorliegt (2027), wird für die Peer Group im Median eine EBIT-Marge von 7,9 % geschätzt, die der erwarteten EBIT-Marge von Vitesco Technologies für dieses Planjahr entspricht.

Die Summe der in den Funktionskosten enthaltenen Abschreibungen steigt im Planungszeitraum weitgehend parallel zur Entwicklung der Umsatzerlöse von € 495,0 Mio. (2023, 5,4 % der Umsatzerlöse) auf € 725,7 Mio. (2028, 5,6 % der Umsatzerlöse). Angesichts dessen entwickelt sich das EBITDA weitgehend parallel zum EBIT. Die EBITDA-Marge erhöht sich von 9,1 % (2023) auf 13,7 % (2028). Im Vergleich mit den Peers liegt die EBITDA-Marge der Vitesco Technologies in der Vergangenheit und zu Beginn der Planungsphase im unteren Bereich bzw. sogar unterhalb der Bandbreite der von Analysten geschätzten Margen der Vergleichsunternehmen. Mittelfristig führt die sich aus der Planung ergebende Margenverbesserung dazu, dass Vitesco Technologies am langen Ende (2027) das Niveau der Peer Group (Median, 12,1 %) sogar übertreffen wird.

cd) Jahresüberschuss

Das Finanzergebnis ist von untergeordneter Bedeutung, da Vitesco Technologies verhältnismäßig geringe verzinsliche Verbindlichkeiten hat und sich diese auch nur unwesentlich erhöhen. Im Geschäftsjahr 2023 wurde ein Finanzergebnis von € –26,5 Mio. ausgewiesen. Im Planungsverlauf erhöht sich der Aufwandsaldo zunächst bis auf € –41,1 Mio. (2026) und geht dann bis auf € –28,9 Mio. (2028) zurück.

Vitesco Technologies hat die Zinserträge aus einer Verzinsung der liquiden Mittel und die Zinsaufwendungen auf die einzelnen Bestandteile der Finanzverbindlichkeiten¹⁶³ mit den jeweiligen langfristig vertraglich vereinbarten Zinssätzen bzw. auf Grundlage einer Schätzung geplant. Im Rahmen der Schätzung geht Vitesco Technologies davon aus, dass eine Refinanzierung auslaufender Darlehen zu etwas geringeren Zinssätzen möglich sein wird, da das Marktzinsniveau erwartungsgemäß zurückgeht und sich die Bonität sowie das Rating von Vitesco Technologies im Planungsverlauf weiter erhöhen soll.

Im Durchschnitt ergibt sich für das erste Planjahr (2024) eine Sollverzinsung von 3,4 % und eine Habenverzinsung von 1,9 %. Bis 2028 soll die Habenverzinsung auf 1,2 % und die Sollverzinsung auf 2,8 % sinken, was wir für plausibel halten.

¹⁶³ Schuldscheindarlehen, Bankdarlehen, Verbindlichkeiten aus langfristigen Leistungen an Arbeitnehmer (vor allem Pensionsrückstellungen), langfristige Rückstellungen für Gewährleistungen und Restrukturierungen sowie Leasingverbindlichkeiten.

Der Bewertungsgutachter hat das geplante Zinsergebnis grundsätzlich unverändert übernommen. Anpassungen waren insoweit erforderlich, als er im Rahmen einer Finanzbedarfsrechnung die liquiden Mittel und die verzinslichen Verbindlichkeiten adjustiert hat. Die Modifikation der Nettofinanzschulden lässt sich auf verschiedenen Sachverhalten zurückführen.

In der Planungsrechnung waren die liquiden Mittel und die Posten der Finanzverbindlichkeiten mit Hochrechnungswerten enthalten. Es liegen inzwischen testierte Ist-Zahlen zum 31. Dezember 2023 vor. Der Bewertungsgutachter hat deshalb in einem ersten Schritt die Aufsatzbilanz an die Ist-Zahlen angepasst.

In einem zweiten Schritt hat er die Ausschüttungsplanung modifiziert. In der Planungsrechnung ist die Annahme verarbeitet, dass jährlich 15 % des Konzernergebnisses an die Aktionäre der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft ausgeschüttet werden können. Im Bewertungsmodell wird diese Ausschüttungsannahme grundsätzlich beibehalten, aber insoweit modifiziert, dass zunächst ein Verlustvortrag zu tilgen ist.¹⁶⁴

In einem dritten Schritt hat der Bewertungsgutachter als Folgewirkung dieser Anpassungen auch die Planung der liquiden Mittel angepasst. In der Planungsrechnung war die uns dargelegte und von uns als plausibel erachtete Annahme hinterlegt, dass eine betriebsnotwendige Mindestkasse von zwei Monatsumsätzen abzüglich einer bislang nicht in Anspruch genommenen revolvingen Kreditlinie erforderlich ist.

Aus dieser modifizierten Bilanzplanung ergibt sich für die Geschäftsjahre 2024 und 2025 entsprechend der Finanzbedarfsrechnung die Notwendigkeit, zusätzliche verzinsliche Verbindlichkeiten aufzunehmen. Demzufolge hat der Bewertungsgutachter das Finanzergebnis im jeweils nachfolgenden Jahr um einen zusätzlichen Zinsaufwand ergänzt. Dabei hat er die sich aus der Planung von Vitesco Technologies ergebene durchschnittlichen Verzinsung der Verbindlichkeiten¹⁶⁵ verwendet. Das halten wir für sachgerecht.

Die Ertragsteuern sollen sich im ersten Planjahr deutlich auf € 140,9 Mio. (2024) vermindern und nachfolgend kontinuierlich auf € 260,0 Mio. steigen. Nachdem sich in den Geschäftsjahren der betrachteten Vergangenheit außergewöhnlich hohe effektive Steuersätze von bis zu 463,1 % (2021) ergeben hatten, lassen sich aus der Planung effektive Steuersätze berechnen, die sich sukzessive von 38,2 % (2024) auf 25,8 % (2028) vermindern.

Die in der Vergangenheit beobachteten hohen effektiven Steuersätze sind im Wesentlichen auf Einmal-effekte zurückzuführen. Die Unterschiede zwischen den nach IFRS geplanten Konzernergebnissen vor Ertragsteuern und den steuerlichen Bemessungsgrundlagen sind abhängig von den steuerlichen Regelungen des jeweiligen Landes, sollten sich aber langfristig ausgleichen. Etwas anderes gilt einerseits für generell nicht zu versteuernde Erträge und steuerliche Förderungen durch Zuschüsse bzw. andererseits für generell nicht abzugsfähige Aufwendungen oder eine Doppelbesteuerung durch nicht anrechenbare Quellensteuern bzw. die Nichtanerkennung von Konzernverrechnungspreisen.

¹⁶⁴ Da das Modell von den Konzernzahlen ausgeht, bildet es die rechtlichen Ausschüttungsbeschränkungen im vorliegenden Bewertungsfall nicht zutreffend ab. Aus dem Jahresabschluss der Vitesco Technologies Aktiengesellschaft ergeben sich keine Ausschüttungsbeschränkungen. Für das Bewertungsergebnis ist dies allerdings nicht relevant. Der Unterschied zwischen dem Unternehmenswert, wie er sich in der vorliegenden Modellierung ergibt und einem Unternehmenswert, der sich bei Beibehaltung der Ausschüttungsplanung ergeben werden würde, ist von mehr als untergeordneter Bedeutung.

¹⁶⁵ Verzinsliche Verbindlichkeiten ohne die ungewissen Verbindlichkeiten (Rückstellungen).

Im Geschäftsjahr 2023 wird ein Steueraufwand von € 242,1 Mio. ausgewiesen, obwohl das nach IFRS ermittelte Konzernergebnis vor Ertragsteuern nur € 145,7 Mio. betrug, so dass sich eine effektive Steuerquote von 166,2 % ergibt. Rechnet man mit der inländischen nominellen durchschnittlichen¹⁶⁶ Steuerquote von 30,7 %, würde sich ein „erwarteter“ Steueraufwand von € 44,7 Mio. ergeben.

Der wesentlich höhere tatsächlich auf Konzernebene angefallene Aufwand ist auf eine Vielzahl von Einzeleffekten zurückzuführen. Wesentliche Effekte betreffen den Untergang von Verlustvorträgen aufgrund der geplanten Verschmelzung. Ein weiterer wesentlicher Sondereffekt, der allerdings auch in den Folgejahren weiter anfallen wird, ergab sich zweitens aus in Deutschland nicht anrechenbaren Quellensteuern auf Ausschüttungen von ausländischen Konzerngesellschaften.

Im Geschäftsjahr 2023 hat sich zwar ein deutlich höherer Steueraufwand ergeben, weil die steuererhöhenden Effekte einen sehr großen Umfang hatten. Gleichwohl gab es auch gegenläufige Effekte. Unter den steuermindernden Effekten sind zum einen die Förderungen und befristeten Befreiungen und zum anderen die Steuersatzunterschiede im Ausland von Bedeutung.

Diese Beispiele zeigen, dass eine sachgerechte Planung der Steueraufwendungen die genannten und andere Sondereffekte berücksichtigen sollte, sofern sie bereits bekannt oder absehbar sind. Im Übrigen sollte die Steuerplanung für einen global tätigen Konzern auch nach Ländern differenzieren.

Wir haben uns die Steuerplanung von Vitesco Technologies von den Planungsverantwortlichen darlegen und durch Dokumente belegen lassen. Dabei haben wir uns der sachverständigen Unterstützung durch Experten der Steuerberatungsgesellschaft der ADKL-Gruppe bedient.

Die Unternehmenssteuern werden ebenso wie das Vorsteuerergebnis für das Budgetjahr (2024) detailliert geplant und für die übrigen Jahre unter Verwendung weiterer Annahmen und Berücksichtigung wesentlicher bekannter Sondereffekte fortgeschrieben. Die Planung für das Budgetjahr wird auf Ebene der einzelnen Gesellschaften vorgenommen und auf Segmentebene bzw. durch die Zentralfunktion Steuern ergänzt.

Wesentliche Sondereffekte, die auch im Planungszeitraum weiterhin anfallen werden, sind unter anderem die – im Wesentlichen in Deutschland anfallenden – Quellensteuern. Die nominellen Steuersätze der wesentlichen Jurisdiktionen liegen zwischen 9 % (Ungarn) und 31 % (Deutschland). Erwartungsgemäß wird das in China im letzten Planungsjahr (2028) erzielte Vorsteuerergebnis nach IFRS einen Anteil von 47 % am Konzernergebnis vor Ertragsteuern haben. China hat aktuell einen nominellen Steuersatz von 15 %. Kosten für Forschung und Entwicklung werden in China steuerlich durch einen sogenannten „Super-Abzug“ gefördert. Diese Förderung entfaltet ihre entlastende Wirkung in vollem Umfang noch bis 2028. Der effektive Steuersatz für die chinesischen Anteile am Konzernergebnis vor Steuern vermindert sich durch diesen Effekt auf 11 %. Nachhaltig ist davon auszugehen, dass die in China zu tragende Steuerbelastung sich dem nominellen Steuersatz (15 %) annähert, sofern neue Projekte, die der Förderung durch den „Super-Abzug“ unterliegen, nicht begonnen werden oder einen geringeren Umfang haben.

¹⁶⁶ Für die Kapitalgesellschaften ist die Besteuerung hinsichtlich der Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag bundeseinheitlich identisch, während sich der Steuersatz für die Gewerbesteuer aus den unterschiedlichen Hebesätzen der Gemeinden errechnet. Ein durchschnittlicher Steuersatz ergibt sich dann aus der Verteilung der Bemessungsgrundlage auf die Gemeinden nach dem jeweiligen Anteil an der Lohnsumme.

Der Bewertungsgutachter hält die uns im einzelnen dargelegte Steuerplanung ebenfalls für plausibel und hat die geplanten Unternehmenssteuern grundsätzlich unverändert übernommen. Wegen seiner aus bewertungssystematischen Gründen angesetzten Anpassung des Zinsaufwands hat er unter Verwendung des periodenspezifischen effektiven Steuersatzes eine Minderung der Ertragsteuern modelliert. Das halten wir für sachgerecht.

Auf dieser Grundlage ergibt sich ein Jahresüberschuss, der im Verlauf des Planungszeitraums kontinuierlich von € 228,0 Mio. (2024) bis auf € 746,8 Mio. (2028) steigt. Minderheiten am Konzernergebnis sind nicht zu berücksichtigen.

ce) Bilanz

Im Vergleich zu den Zahlen des betrachteten Vergangenheitszeitraums stellt sich die modifizierte Planbilanz von Vitesco Technologies¹⁶⁷ – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – insgesamt wie folgt dar:¹⁶⁸

Vitesco Technologies Bilanz € Mio.	Ist (bereinigt)			Planungsrechnung					CAGR	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2021/23	2023/28
Immaterielle Vermögensgegenstände	976,5	1.027,5	1.122,0	1.230,1	1.274,7	1.305,4	1.308,5	1.288,7	7,2%	2,8%
Sachanlagen	2.544,9	2.414,6	2.279,7	2.565,5	2.768,7	2.886,3	2.968,0	3.085,2	-5,4%	6,2%
Finanzanlagen	357,7	367,7	403,3	384,1	416,2	447,5	440,7	432,6	6,2%	1,4%
Anlagevermögen	3.879,1	3.809,8	3.805,0	4.179,7	4.459,6	4.639,2	4.717,2	4.806,5	-1,0%	4,8%
Vorräte	806,9	827,7	828,4	692,6	709,5	764,6	792,3	815,1	1,3%	-0,3%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.518,9	1.631,4	1.546,0	1.495,3	1.623,0	1.857,1	2.028,3	2.138,8	0,9%	6,7%
Liquide Mittel	614,0	781,1	1.063,6	669,6	844,9	1.072,7	1.241,4	1.350,0	31,6%	4,9%
Sonstiges Umlaufvermögen	589,2	553,7	378,5	270,0	209,3	148,1	146,8	146,9	-19,9%	-17,2%
Umlaufvermögen	3.529,0	3.793,9	3.816,5	3.127,5	3.386,7	3.842,5	4.208,8	4.450,8	4,0%	3,1%
Summe Aktiva	7.408,1	7.603,7	7.621,5	7.307,2	7.846,3	8.481,7	8.926,0	9.257,2	1,4%	4,0%
Eigenkapital	2.688,3	3.061,7	3.015,5	3.243,5	3.585,3	4.111,6	4.361,8	4.523,0	5,9%	8,4%
Rückstellungen	561,5	464,4	439,1	297,7	231,3	193,3	174,7	161,6	-11,6%	-18,1%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.408,4	1.215,9	1.488,6	1.538,2	1.635,6	1.532,0	1.556,0	1.636,2	2,8%	1,9%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	2.749,9	2.861,7	2.678,3	2.227,8	2.394,0	2.644,8	2.833,5	2.936,4	-1,3%	1,9%
Summe Passiva	7.408,1	7.603,7	7.621,5	7.307,2	7.846,3	8.481,7	8.926,0	9.257,2	1,4%	4,0%
Kennzahlen										
Lagerreichweite (in Tagen)	43,6	41,1	41,6	36,5	33,8	32,3	30,8	30,1		
Forderungsreichweite (in Tagen)	66,4	65,7	61,1	61,9	60,0	60,3	60,4	60,5		
Verbindlichkeitenreichweite (in Tagen)	106,0	99,4	92,6	84,1	84,9	86,7	87,5	88,1		
Liquide Mittel (in % der Umsatzerlöse)	7,4%	8,6%	11,5%	7,6%	8,6%	9,5%	10,1%	10,5%		
Eigenkapitalquote (in % der Bilanzsumme)	36,3%	40,3%	39,6%	44,4%	45,7%	48,5%	48,9%	48,9%		
Verzinsliches Fremdkapital/EBITDA	2,2	1,6	1,8	1,7	1,4	1,0	0,9	0,9		
Return on Capital Employed (adjusted)		3,0%	4,1%	9,3%	12,1%	17,0%	17,4%	17,8%		

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Die künftige Entwicklung der Vermögens- und Finanzlage von Vitesco Technologies stellt sich zusammengefasst wie folgt dar:

- Im ersten Planjahr sinkende und mit Ausweitung der Geschäftstätigkeit in den weiteren Planjahren kontinuierlich wachsende Bilanzsumme
- Kontinuierlicher Anstieg Sachanlagevermögen wegen notwendiger Investitionen für das geplante organische Wachstum, die durch eine detaillierte Investitionsplanung belegt sind
- CAPEX-Quote (nur Sachanlagen) von Vitesco Technologies tendenziell am oberen Rand bzw. über dem Median der durch die Peer Group aufgespannten Bandbreite, im Planungsverlauf hin zum Median der Peer Group konvergierend
- Vorräte infolge von durch die Halbleiterkrise bedingten Aufstockungen in der Vergangenheit auf höherem Niveau als im Planungszeitraum, Lagerreichweite im Planungsverlauf bis auf 30 Tage (2028) sinkend
- Debitorenlaufzeit weitgehend konstant

¹⁶⁷ Zu den geringfügigen Modifikationen der vorgelegten Planungsrechnung vgl. Abschnitt E.II.2.b).

¹⁶⁸ Die Bilanzwerte beziehen sich auf den 31. Dezember des jeweiligen Geschäftsjahres.

- Liquide Mittel auf betriebsnotwendiges Niveau kalibriert
- Eigenkapital um Gewinnthesaurierungen erhöht, Eigenkapitalquote bis zum 31. Dezember 2028 auf 49 % steigend
- Rückgang Rückstellungen vor allem aus Verbrauch der Rückstellungen für Restrukturierungen
- Verzinsliche Verbindlichkeiten unter anderem wegen Erhöhung der Pensionsrückstellungen steigend, da bei Abspaltung von der Continental AG in Deutschland nur aktive Mitarbeiter mit Pensionsansprüchen und keine Pensionsempfänger übernommen, so dass die meisten Pensionszusagen aktive Mitarbeiter betreffen
- Vitesco Technologies zum Ende des Planungszeitraums in der Lage, mit den zahlungswirksamen Überschüssen eines Geschäftsjahres sämtliche verzinslichen Verbindlichkeiten abzulösen
- Unverzinsliche Verbindlichkeiten im Wesentlichen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Kreditorenlaufzeit im Planungsverlauf geringfügig auf 88 Tage (2028) steigend
- ROCE (adjusted) kontinuierlich auf 17,8 % steigend

cf) Gesamtwürdigung

Die Zusammenfassung des Bewertungsgutachters zum Ergebnis seiner Analyse der vorgelegten Planungsrechnung lässt sich wie folgt verdichten:

- Geplantes hohes Umsatzwachstum zum Teil durch besonders hohe Auftragsbestände gesichert, durch das erwartete weltweite Marktwachstum für Elektrofahrzeuge, BEVs und PEVs gestützt und durch vergleichsweise hohe Investitionen unterstützt
- Deutliche Verbesserung der EBITDA-Marge auf den Median der Peer Group aufgrund von Skaleneffekten infolge des geplanten Volumenwachstums und Kostensenkungen
- Planungsrechnung ambitioniert, aber plausibel

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir eine eigenständige Plausibilisierung der vorgelegten Planungsrechnung vorgenommen. Die Ergebnisse unserer Plausibilisierung ergeben sich im Einzelnen aus den vorstehenden Abschnitten.

An dieser Stelle weisen wir darauf hin, dass sich der ROCE im Planungsverlauf bis auf 17,8 % erhöht. Unsere vorstehenden Ausführungen zusammenfassend halten wir die von Vitesco Technologies vorgelegte Planungsrechnung für nachvollziehbar und plausibel. Wir teilen die Auffassung des Bewertungsgutachters, dass die Planungsrechnung einen gewissen Ambitionsgrad aufweist, aber erreichbar ist.

Prüfungsergebnis

Auf Grundlage der Feststellungen aus der Analyse des Planungsprozesses, der Planungstreue und der vorgelegten Planungsrechnung selbst ist festzuhalten, dass die von Vitesco Technologies vorgelegte und aus bewertungssystematischen Gründen modifizierte Planungsrechnung geeignet ist, um auf ihrer Grundlage den objektivierten Unternehmenswert der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft zu ermitteln.

d) Konvergenz- und Fortführungsphase für die Bewertung von Vitesco Technologies

Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass sich Vitesco Technologies zum Ende des Detailplanungszeitraums (2028) noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet.

Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses (ab 2031) hat er daher die Ansätze der Detailplanungsphase (2024 bis 2028) durch Zwischenschaltung einer technischen Konvergenzphase von zwei Jahren (2029 und 2030) in nachhaltige Größen überführt. Dieses nachhaltige Ergebnis bildet die künftige Ertragskraft von Vitesco Technologies bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung und ohne die Durchführung von Erweiterungsinvestitionen ab.

In einem ersten Schritt hat der Bewertungsgutachter die Umsatzerlöse von Vitesco Technologies auf eine nachhaltig zu erwartende Umsatzgröße überführt.

Das Wachstum der Umsatzerlöse im letzten Planjahr (5,3 %) entspricht nicht den langfristigen Erwartungen. Auch im wachstumsstarken Markt für E-Mobilität sind die Wachstumsaussichten langfristig durch das Kaufkraftwachstum der Kunden und den sich intensivierenden Wettbewerb begrenzt.

Auf der Basis von Überlegungen zur langfristigen Inflationsentwicklung und zu den Möglichkeiten, steigende Einkaufskosten auf dem Markt für E-Mobilität an die Kunden überwälzen zu können, schätzt der Bewertungsgutachter die nachhaltige Rate des Umsatzwachstums auf 1,75 %. In der Konvergenzphase hat er die Wachstumsrate der Umsatzerlöse des letzten Planjahres (5,3 %) durch lineare Abschmelzung über zwei Jahre auf das nachhaltig zu erwartende Umsatzwachstum (1,75 %) überführt. Auf dieser Grundlage ergibt sich ein nachhaltiges Umsatzvolumen von € 13.827,3 Mio.

In einem zweiten Schritt hat der Bewertungsgutachter das nachhaltige Umsatzvolumen in nachhaltige Ergebnisgrößen überführt.

Dabei hat er das nachhaltige Umsatzvolumen unter Ansatz einer nachhaltig erzielbaren Rohertragsmarge von 18,2 % und einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,5 % in ein nachhaltiges Rohergebnis bzw. nachhaltiges EBITDA überführt. Die nachhaltige EBITDA-Marge entspricht dem Niveau der Peer Group und liegt nur geringfügig unter der für das letzte Planjahr erwarteten EBITDA-Marge von Vitesco Technologies (13,7 %). Unter Heranziehung der nachhaltigen EBITDA-Marge (13,5 %) ergibt sich bei dem geschätzten nachhaltigen Umsatzvolumen (€ 13.827,3 Mio.) ein nachhaltiges EBITDA von € 1.866,7 Mio.

Das nachhaltige EBITDA hat der Bewertungsgutachter unter Ansatz von als nachhaltig angesehenen CAPEX-Quoten in ein nachhaltiges EBIT überführt. Dabei schätzt er die CAPEX-Quote der immateriellen Vermögenswerte des letzten Planjahres 2028 (0,8 %) und die CAPEX-Quote der Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen des letzten Planjahres 2028 (0,5 %) als nachhaltig ein. Bei der CAPEX-Quote der Sachanlagen hat sich der Bewertungsgutachter an der Peer Group orientiert (5,0 %). Abschreibungen in der Konvergenz- und Fortführungsphase sind in der Höhe angesetzt, dass sich unter Berücksichtigung der Investitionsausgaben ein Wachstum des Anlagevermögens von 1,75 % ergibt.

Auf dieser Basis ergeben sich nachhaltige Abschreibungen von € 803,0 Mio. und ein nachhaltiges EBIT von € 1.063,7 Mio.

Das nachhaltige Finanzergebnis hat der Bewertungsgutachter grundsätzlich durch Fortentwicklung der verzinslichen Vermögensgegenstände und Schulden sowie der Zinssätze aus dem letzten Planjahr abgeleitet. Hinsichtlich der operativen Mindestkasse setzt der Bewertungsgutachter ab dem Übergang in die Konvergenzphase eine Verzinsung an, die geringfügig unter dem Basiszinssatz (2,50 %) liegt. Infolgedessen verbessert sich das Finanzergebnis von € –28,9 Mio. (2028) auf € –18,7 Mio. (2029). Bis zum Beginn der ewigen Rente entwickelt sich das Finanzergebnis auf € –19,3 Mio.

Bei der Überleitung der Ertragsteuern ist der Bewertungsgutachter von der effektiven Steuerquote im letzten Planjahr von 25,8 % ausgegangen. In die Ermittlung dieser Steuerquote geht auch ein Verbrauch von Verlustvorträgen ein, der von endlichem Charakter ist. Demzufolge hat der Bewertungsgutachter den Verbrauch des verbleibenden Verlustvortrags gesondert berechnet und als Sonderwert angesetzt. Ohne die aufwandsentlastende Wirkung des Verlustvortrags ergibt sich ein effektiver Steuersatz von 26,7 %, der als nachhaltig anzusehen ist. Auf dieser Grundlage ergibt sich ein nachhaltiger Steueraufwand von € 278,8 Mio. und ein nachhaltiger Jahresüberschuss von € 765,5 Mio.

Bei der Fortschreibung der Bilanz hat der Bewertungsgutachter die Bilanzposten Vorräte, Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen mit den Reichweitenkennziffern des letzten Planjahres (2028) fortentwickelt. Die operative Mindestliquidität hat er unverändert in Höhe von zwei Monatsumsätzen abzüglich der Kreditlinie von € 800,0 Mio. angesetzt. Das Eigenkapital wird unter Berücksichtigung der Jahresergebnisse und einer Ausschüttungsquote von 50,0 % fortgeschrieben. Die übrigen Bilanzposten hat der Bewertungsgutachter mit der Wachstumsrate (1,75 %) fortentwickelt.

Vor dem Hintergrund der erhaltenen Erläuterungen und unseres Verständnisses des Geschäftsmodells halten wir die Annahmen des Bewertungsgutachters zur Überleitung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz des letzten Planjahres (2028) über eine Konvergenzphase (2029 bis 2030) auf das nachhaltige Niveau (2031) für gut begründet und plausibel. Die zugehörigen Berechnungen konnten wir ohne Beanstandungen nachvollziehen.

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsgutachter hat die Fortschreibung der Planungsrechnung in der Konvergenz- und Fortführungsphase in plausibler und nachvollziehbarer Weise abgeleitet.

e) Nettoeinnahmen nach persönlichen Steuern von Vitesco Technologies

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

Für die Phase der ewigen Rente wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

Aufgrund der hohen Investitionen in die Elektromobilität und angesichts der geringen bzw. negativen Konzernergebnisse hat Vitesco Technologies in den letzten Jahren keine Ausschüttungen vorgenommen. Nach den uns erteilten Auskünften wollen Vorstand und Aufsichtsrat der Hauptversammlung, die über die Gewinnverwendung für das Geschäftsjahr 2023 beschließt,¹⁶⁹ vorschlagen, als Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2023 über eine Dividende von € 0,25 je Vitesco-Aktie Beschluss zu fassen. Für die Geschäftsjahre ab 2024 hat Vitesco Technologies geplant, 15 % der auf Konzernebene geplanten Ergebnisse auszuschütten.

Der Bewertungsgutachter erachtet die Ausschüttungsplanung von Vitesco Technologies grundsätzlich als plausibel. Allerdings ergibt sich auf Grundlage seines Bewertungsmodells und unter Berücksichtigung der Finanzbedarfsrechnung erst im Jahr 2025 die Möglichkeit, Ausschüttungen vorzunehmen. Insoweit weichen die im Bewertungsmodell vorgesehenen Ausschüttungen von der vorgelegten Ausschüttungsplanung ab.

Wir erachten die Ausschüttungsplanung der Gesellschaft ebenfalls als plausibel. Schließlich werden – insbesondere in den ersten Jahren des Planungszeitraums – noch erhebliche Investitionen in das Anlagevermögen sowie in die Forschung und Entwicklung getätigt werden müssen, um die Unternehmensstrategie umsetzen zu können. Zudem entschuldet sich Vitesco Technologies durch die vorgesehenen Thesaurierungen. Bis zum Ende des Planungshorizonts vermindert sich die Nettoverschuldung auf € 286,2 Mio. Dadurch verbessert sich erwartungsgemäß das Rating, was auch eine Verminderung der Kapitalkosten zur Folge hat. Angesichts dieses Umstands halten wir auch die Anpassungen der Ausschüttungen im Bewertungsmodell für nachvollziehbar, zumal eine andere Modellierung keinen wesentlichen Einfluss auf die Höhe des Unternehmenswerts hätte.

Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter unterstellt, dass langfristig 50 % der Konzernergebnisse ausgeschüttet werden können. Demzufolge hat er in der Konvergenz- und Fortführungsphase eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt. Er weist in diesem Zusammenhang auf das beobachtete Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen hin.

¹⁶⁹ Ordentliche Hauptversammlung, die auf den 24. April 2024 geladen werden soll. Auf dieser Hauptversammlung soll auch die Beschlussfassung über die Verschmelzung herbeigeführt werden.

Um Äquivalenz zwischen Zähler und Nenner der Bewertungsgleichung herzustellen, wird in der Literatur empfohlen, für die Bestimmung des nachhaltigen Ausschüttungsverhaltens des Bewertungsobjekts dieselbe Peer Group, die zur Ableitung des Betafaktors herangezogen wurde, zu verwenden.

Nach unseren Feststellungen war das Ausschüttungsverhalten der Peers sehr unterschiedlich. Legt man die Durchschnittszahlen der letzten drei Jahre zugrunde, ergibt sich rechnerisch eine Ausschüttungsquote von 48 %.

Da das Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen sehr uneinheitlich war, haben wir zur Plausibilisierung der angesetzten Ausschüttungsquote ergänzend Berechnungen durchschnittlicher Marktausschüttungsquoten für deutsche börsennotierte Unternehmen herangezogen. Die Studien bestätigen durchschnittliche Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 %. Die angesetzte Ausschüttungsquote von 50 % liegt in der Mitte dieser Bandbreite und ist auch aus diesem Grund nicht zu beanstanden.

Bei der Beurteilung eines Umtauschverhältnisses ist darüber hinaus zu beachten, dass grundsätzliche Annahmen, die nicht spezifisch für das jeweilige Bewertungsobjekt sind, bei allen Bewertungen übereinstimmend sind. Der Bewertungsgutachter hat auch bei der Bewertung von Schaeffler eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt. Somit ist die für die Bewertung von Vitesco Technologies ange-setzte nachhaltige Ausschüttungsquote von ebenfalls 50 % auch aus diesem Grund nicht zu beanstanden.

Der Bewertungsgutachter hat die – nach den zur Finanzierung der Investitionen und des Nettoumlaufvermögens sowie der Entschuldung notwendigen Thesaurierungen – verbleibenden Ausschüttungen entsprechend der vorgenannten Ausschüttungsquote in tatsächliche Ausschüttungen und gegebenenfalls verbleibende fiktive Ausschüttungen aufgeteilt.

Die Ergebnisbestandteile, die zur Refinanzierung des Netto-Umlaufvermögens und für Investitionen sowie zur Tilgung von Fremdkapital verwandt werden, stehen den Anteilseignern nicht zur Verfügung.

Werterhöhend werden dagegen die über die operative Mindestkasse hinausgehenden freien Ergebnisbestandteile den Anteilseignern als fiktive Reinvestitionen zugerechnet. Dies erfolgt bewertungstechnisch über weitere Thesaurierungen, die den Anteilseignern werterhöhend fiktiv hinzugerechnet werden.

Im Rahmen des Abzugs von persönlichen Steuern der Anteilseigner sind die Dividenden um die nominelle Steuerbelastung (26,375 %) zu mindern. Beim Abzug der persönlichen Steuern auf Thesaurierungen ist der Bewertungsgutachter der Empfehlung des FAUB gefolgt und hat eine effektive Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes angesetzt (13,1875 %). Eine auf Ebene der Anteilseigner steuerfrei bleibende Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto ist im vorliegenden Bewertungsfall nicht möglich.¹⁷⁰

Bei der Ermittlung der über Thesaurierungen den Aktionären fiktiv zugerechneten Beträge hat der Bewertungsgutachter – neben den Besteuerungsfolgen auf Ebene der Aktionäre – außerdem berücksichtigt, dass das ab dem letzten Jahr der Konvergenzphase (2030) sowie in der ewigen Rente angesetzte

¹⁷⁰ Vgl. Abschnitt E.I.1.

Wachstum der Unternehmensergebnisse – bei im eingeschwungenen Zustand stabilen Bilanzrelationen – mit einem entsprechenden Wachstum der Bilanz einhergeht.

Zur Finanzierung des nachhaltigen operativen Wachstums hat er daher in zutreffender Weise eine zusätzliche Thesaurierung angesetzt und zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote eine Aufnahme zusätzlicher Finanzverbindlichkeiten berücksichtigt. Der Teilbetrag der Thesaurierung aus dem sich so ergebenden Saldo (€ 81,2 Mio.) ist nicht in den Wertbeitrag aus unmittelbarer Zurechnung einzubeziehen. Diese Vorgehensweise wurde auch von Gerichten bestätigt.

Wir halten das für die Bewertung von Vitesco Technologies gewählte Vorgehen auch im Hinblick auf das Ausschüttungsverhalten und die damit verbundene Besteuerung aus den dargelegten Gründen zusammenfassend für sachgerecht und angemessen.

Prüfungsergebnis

Die Nettoeinnahmen für die Aktionäre von Vitesco Technologies sind sachgerecht aus der integrierten Planung unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern abgeleitet.

3. Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung von Vitesco Technologies

a) Basiszinssatz

Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes ist zu berücksichtigen, dass die Investition in das zu bewertende Unternehmen mit einer laufzeitäquivalenten risikolosen Alternativanlage zu vergleichen ist. Soweit ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Laufzeit bewertet wird, müsste als Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag gültige Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten risikolosen Kapitalmarktanlage herangezogen werden.

Anlagen ohne Risiko existieren nicht. Im Hinblick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen Anleihen der öffentlichen Hand mit erstklassigem Rating wegen der fehlenden Insolvenzfähigkeit der Emittenten regelmäßig die Forderung der Risikofreiheit. Dies gilt insbesondere für deutsche Staatsanleihen. Zudem stellt die Begrenzung auf inländische Anleihen im Allgemeinen eine sachgerechte Typisierung dar, vor allem dann, wenn auf die Alternativanlage inländischer Investoren abgestellt wird.¹⁷¹

Mit den Renditen börsennotierter deutscher Staatsanleihen existiert eine breite Datenbasis zur Ableitung von Basiszinssätzen aus Marktdaten. Da Staatsanleihen jedoch in der Regel sogenannte Kupon-Anleihen sind, die durch einen jährlich fixen endlichen Zahlungsstrom geprägt sind, Zahlungsströme aus Unternehmen hingegen schwankend und zeitlich nicht begrenzt sind, können solche Anleiherenditen für Unternehmensbewertungen nicht unmittelbar verwendet werden. Benötigt werden vielmehr laufzeitspezifische Zinssätze für einzelne Zahlungen, sogenannte Null-Kupon-Anleihen oder Zerobonds. Solche Zerobond-Renditen sind am Kapitalmarkt nur vereinzelt direkt zu beobachten, sie lassen sich jedoch rechnerisch aus den beobachtbaren Kupon-Renditen ableiten.¹⁷²

¹⁷¹ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 375.

¹⁷² Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 377.

Allerdings haben deutsche Bundesanleihen bis dato eine Laufzeit von maximal 30 Jahren. Explizite Prognosen für die Rendite deutscher Bundesanleihen über eine Laufzeit von 30 Jahren hinaus liegen ebenso wenig vor. Demzufolge ist für die über 30 Jahren hinausgehenden risikolosen Renditen eine Annahme zu treffen.¹⁷³

Vor diesem Hintergrund empfiehlt der IDW S 1, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven abzuleiten.¹⁷⁴ Diese Empfehlung hat der FAUB durch die in den IDW-FN erschienenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf Grundlage von Marktdaten anhand von Zinsstrukturkurven konkretisiert.¹⁷⁵

Zinsstrukturkurven können auf verschiedene Weise abgeleitet oder geschätzt werden. Nach den Empfehlungen des FAUB soll aus Objektivierungsgründen einheitlich auf die Datenbasis der Deutschen Bundesbank oder auf die methodisch vergleichbaren Daten der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main,¹⁷⁶ zurückgegriffen werden.

Die Zinsstrukturkurve wird von der Deutschen Bundesbank seit 1997 mit Hilfe der sogenannten Svensson-Methode auf börsentäglicher Basis geschätzt. Es handelt sich dabei um die direkte Schätzung der Zinssätze von Null-Kupon-Anleihen auf Basis beobachteter Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen mit Restlaufzeiten von bis zu 30 Jahren. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zinssätze von Null-Kupon-Anleihen kann nach Ansicht des FAUB – vor dem Hintergrund der in die von der Deutschen Bundesbank entwickelten Exponentialfunktion einbezogenen Restlaufzeiten sowie aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten – im Regelfall der ermittelte Zinssatz von Null-Kupon-Anleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden.

Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve sind die zu diskontierenden Nettoeinnahmen grundsätzlich für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz abzuzinsen. Aus Praktikabilitätsgründen wird üblicherweise aus der Zinsstrukturkurve ein einheitlicher Basiszinssatz für den gesamten Zeitraum berechnet. Dabei wird in Abhängigkeit von der Länge des Planungszeitraums und der angesetzten Wachstumsrate für die sich daran anschließende Phase der ewigen Rente finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Zinssatz aus der Zinsstrukturkurve berechnet.

Die Ableitung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes wurde bislang auf der Grundlage einer Zahlungsreihe berechnet, in der die konkreten Zuflüsse an die Anteilseigner im jeweiligen Bewertungsfall berücksichtigt worden sind, oder vereinfachend auf der Grundlage einer uniform wachsenden Zahlungsreihe berechnet. In der aktuellen Kapitalmarktsituation kann diese Vorgehensweise zu Inkonsistenzen führen.

Vor diesem Hintergrund hat der FAUB auf seiner Sitzung vom 10. Februar 2022 beschlossen, die in seiner Verlautbarung „Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i.d.F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i.d.F. 2008)“ gegebenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes zu überarbeiten. In der aktuellen Fassung dieser Verlautbarung wird darauf hingewiesen, dass sich aus einer uniformen Reihe sicherer Zahlungsströme

¹⁷³ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 377.

¹⁷⁴ IDW S 1, Rz. 117.

¹⁷⁵ IDW-FN 2005, S. 555 f., IDW-FN 2008, S. 490 f. und IDW-FN 2013, S. 363 ff.

¹⁷⁶ „EZB“.

finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz ableiten lässt. Dementsprechend hat er auch das in der Anlage zu dieser Verlautbarung enthaltene Beispiel angepasst und nunmehr eine uniforme Zahlungsreihe verwendet.¹⁷⁷

Der FAUB schlägt weiter vor, zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler insbesondere bei den für Unternehmensbewertungen typischerweise relevanten langfristigen Renditen nicht allein die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobond-Renditen zu verwenden, sondern auf Durchschnittsgrößen abzustellen. Diese periodenspezifische Durchschnittsbildung soll aus den in den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten beobachteten Renditen abgeleitet werden.¹⁷⁸ Dabei ist in der Bewertungspraxis eine Auf- wie Abrundung des Basiszinssatzes regelmäßig auf Viertel-Prozentpunkte¹⁷⁹ üblich und in der Rechtsprechung anerkannt.¹⁸⁰

Der FAUB hatte am 19. September 2012 aktualisierte Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf der Grundlage des CAPM/Tax-CAPM verabschiedet. Im Kontext dieser Empfehlungen hat er zudem beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes weiterhin regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlungen entsprechend zu aktualisieren.¹⁸¹

Vor dem Hintergrund der seinerzeit fortgesetzten expansiven Geldpolitik der EZB („quantitative easing“), die einen europäischen Sonderweg darstelle und für die seinerzeit auch noch kein Ende absehbar gewesen sei, hatte der FAUB in seiner Sitzung vom 22. Oktober 2019 diskutiert, inwieweit es sinnvoll ist, unverändert an der grundsätzlichen Vorgehensweise festzuhalten, den risikolosen Basiszinssatz anhand einer aus den Null-Kupon-Renditen deutscher Staatsanleihen abgeleiteten Zinsstrukturkurve abzuleiten. Insbesondere sei die vorstehend dargelegte Fragestellung einer Fortschreibung der Kurve ab dem Jahr 31 mit der Spot-Rate des Jahres 30 diskutiert worden. Letztlich hat der FAUB entschieden, zunächst an der bisherigen Vorgehensweise festzuhalten, diese aber fortlaufend kritisch zu hinterfragen.¹⁸²

In der Rechtsprechung wird die Bestimmung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sach- und interessengerecht angesehen, da durch das Abstellen auf die hypothetischen Zerobond-Zinssätze einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen wird.¹⁸³

In der Literatur werden die Vorschläge des FAUB, zur Komplexitätsreduktion bzw. zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler auf Durchschnittsgrößen abzustellen und das Ergebnis zu runden, vereinzelt kritisiert.

Hinsichtlich der Rundung des Basiszinssatzes ist darauf hinzuweisen, dass ein mit mehreren Nachkommastellen angesetzter Basiszinssatz angesichts der Unsicherheiten, die mit der Prognose zukünftiger Ergebnisse verbunden sind, und der üblicherweise ebenfalls gerundeten Marktrisikoprämie eine Genauigkeit vortäuscht, die bei Unternehmensbewertungen nicht erzielbar ist.

¹⁷⁷ Vgl. IDW Life 2022, S. 321 ff.

¹⁷⁸ Zustimmend zur Durchschnittsbildung für viele z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016, I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff.

¹⁷⁹ Bei Zinssätzen von 1,0 % und höher. Für Zinssätze, die geringer als 1,0 % sind, wird empfohlen, auf Zehntel Prozentpunkte zu runden.

¹⁸⁰ Vgl. z.B. OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

¹⁸¹ Vgl. FAUB, IDW-FN 2012 S. 568.

¹⁸² Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 136. Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019, <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>, zuletzt abgerufen am 28. Februar 2024.

¹⁸³ Vgl. z.B. Beschluss des OLG Düsseldorf vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, AG 2016, S. 331 ff.

Der Bewertungsgutachter ist den Empfehlungen des FAUB gefolgt und hat im vorliegenden Fall einen – auf Viertel Prozentpunkte gerundeten – einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 2,50 % ermittelt und angesetzt. Dieser Zinssatz beruht auf einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Drei-Monats-Zeitraum vor Zeichnung des Bewertungsgutachtens. Seine Höhe wird – ebenso wie alle übrigen Bewertungsparameter – am Bewertungsstichtag (24. April 2024) zu aktualisieren sein.

Wir haben die Berechnungen des Bewertungsgutachters zur Bestimmung des festgelegten Basiszinssatzes ohne Beanstandungen verifizieren können.

Der angesetzte Basiszinssatz vor persönlichen Steuern (2,50 %) lässt sich durch Ansatz der Abgeltungsteuer auf Zinserträge (insgesamt 26,375 %) in einen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern in Höhe von 1,84 % umrechnen.

Prüfungsergebnis

Wir halten den für die Bewertung von Vitesco Technologies – und von Schaeffler – angesetzten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 1,84 % zusammenfassend für begründet und angemessen.

b) Risikozuschlag

ba) Erfassung des Risikos

Aus Sicht des Investors birgt die Anlage in ein Unternehmen höhere Risiken als der Erwerb von Gläubigerpapieren der öffentlichen Hand. Zur Herstellung der Risikoäquivalenz zwischen den Entscheidungsalternativen kann die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse grundsätzlich als Abschlag vom Betrag der finanziellen Überschüsse oder als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz in die Bewertung eingehen.

Die national wie international gängige Risikozuschlagsmethode hat den Vorteil, dass sie sich auf empirisch beobachtbares Verhalten stützen kann. Unabhängig davon, welche Form und Ausprägung eine Risikonutzenfunktion theoretisch annimmt, kann mit der Risikozuschlagsmethode eine marktorientierte Vorgehensweise bei der Bemessung der Risikoprämien abgebildet werden. Die Risikozuschlagsmethode entspricht dem IDW S 1 und der in der Bewertungspraxis üblichen Vorgehensweise.

Bei der Bemessung des Risikozuschlags ist grundsätzlich auf die Risikopräferenz des Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Aktionären ist es allerdings nicht möglich, deren individuelle Risikoneigung zu erheben. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte üblich, für die Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktpreisbildungsmodelle zurückzugreifen und den Risikozuschlag unmittelbar vom Kapitalmarkt abzuleiten. Durch diese Annahme wird es möglich, die Risikoeinschätzung einer Vielzahl von Aktionären, die sich über Angebot und Nachfrage im Börsenkurs niederschlägt, im Bewertungsmodell abzubilden.

Da sich das zu bewertende Unternehmen hinsichtlich seiner spezifischen Risikostruktur von den übrigen Unternehmen, für die Renditen am Markt beobachtet und Risikoprämien aus ihnen abgeleitet werden

können, unterscheidet, müssen entsprechende Anpassungen am Risikozuschlag vorgenommen werden. Dabei soll der unternehmensspezifische Risikozuschlag sowohl das operative Risiko aus der Art der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Kapitalstrukturrisiko abdecken.

Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung anhand kapitalmarkttheoretischer Modelle wird im IDW S 1 explizit auf das CAPM bzw. das Tax-CAPM, welches das Standard-CAPM um die Wirkung persönlicher Ertragsteuern ergänzt, verwiesen.

Der Risikozuschlag ermittelt sich nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM aus der Multiplikation des durchschnittlichen Marktpreises für die Risikoübernahme auf dem Kapitalmarkt (Marktrisikoprämie) und dem unternehmensspezifischen Risiko (Betafaktor). Das Marktrisiko ergibt sich als Differenz zwischen der Rendite einer Gruppe von börsennotierten Unternehmen¹⁸⁴ und der Rendite einer quasi-risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Die Messung des unternehmensindividuellen Risikos erfolgt über den Betafaktor, der sich aus der Kovarianz der Renditeschwankung eines Wertpapiers zur Marktrenditeschwankung ergibt. Er beschreibt somit die Sensitivität der Rendite eines Wertpapiers im Verhältnis zur Entwicklung des zugrundeliegenden Marktportfolios. Entspricht im Einzelfall das Risiko des zu bewertenden Unternehmens dem Risiko des herangezogenen Aktienportfolios, stimmt die Rendite des Aktienportfolios mit dem Kapitalisierungszinssatz überein.

Die Anwendung des CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags bei Unternehmensbewertungen ist in Literatur und Rechtsprechung nicht unumstritten. In der Rechtsprechung wird die Anwendung des CAPM vereinzelt unter Hinweis auf die zahlreichen grundsätzlichen Bedenken gegen das Modell abgelehnt. Begründet wird dies unter anderem damit, dass der Kapitalmarkt aufgrund seiner Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens biete.

Trotz aller Kritik stellt das CAPM weiterhin das sowohl von der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur als auch von der Bewertungspraxis präferierte Berechnungsmodell für die Festlegung des Risikozuschlags dar.¹⁸⁵ Diese Schlussfolgerung wird in der jüngeren Rechtsprechung ebenfalls fast durchgängig gezogen.¹⁸⁶

Das OLG Frankfurt am Main bestätigt des Weiteren, dass das CAPM gegenüber der freien Schätzung des Risikozuschlags bereits aufgrund seiner höheren Transparenz überlegen ist und betont, dass das CAPM derzeit das wichtigste Modell zur Feststellung risikogerechter Kapitalkosten darstelle.¹⁸⁷ Das OLG Düsseldorf hatte das CAPM zuvor bereits als „State of the Art“ bezeichnet und dabei ebenfalls insbesondere auf die Objektivität und Nachprüfbarkeit hingewiesen.¹⁸⁸

Prüfungsergebnis

Aus den oben genannten Gründen halten wir es auch im konkreten Bewertungsfall für sachgerecht, den Risikozuschlag unter Heranziehung des CAPM bzw. Tax-CAPM zu ermitteln.

¹⁸⁴ In der Regel in einem Börsen-Index zusammengefasst.

¹⁸⁵ Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2004, S. 889 ff.

¹⁸⁶ Vgl. z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, 26 W 4/16 [AktE], openJur 2019, 11897; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 5. Februar 2016, 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, a.a.O.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2016, I-26 W 2/15 [AktE], BeckRS 2016, 21367, Rz. 58.

¹⁸⁷ Vgl. OLG Frankfurt Beschluss vom 2. Mai 2011, 21 W 3/11, openJur 2012, 34553.

¹⁸⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, S. 2220 ff.

bb) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie kann unmittelbar zukunftsorientiert oder auf der Grundlage historischer Kapitalmarktanalysen ermittelt werden. Auch wenn die unmittelbar zukunftsorientierte Ermittlung¹⁸⁹ konzeptionell den Vorteil besitzt, auf erwarteten Zahlungen und aktuellen Preisen zu basieren, hat sich diese in der Praxis bislang noch nicht flächendeckend durchgesetzt, ist aber zunehmend anerkannt.¹⁹⁰

In der Bewertungspraxis wurde die Marktrisikoprämie bis 2012 allein oder zumindest deutlich vorrangig auf der Grundlage von Beobachtungen historischer Marktdaten abgeleitet. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur und Rechtsprechung wird zur historischen Ableitung seit Jahren kontrovers diskutiert, welche der zahlreichen vorliegenden Kapitalmarktuntersuchungen zu in der Vergangenheit beobachteten Renditen risikobehafteter Wertpapiere und deren Vergleich mit (quasi) risikofreien Kapitalmarktanlagen¹⁹¹ geeignet sind, um eine künftig zu erwartende Marktrisikoprämie zu schätzen. Daran schließt sich die – ebenfalls kontrovers diskutierte – Frage an, wie die aus der Beobachtung über einen Zeitraum der Vergangenheit gewonnenen Erkenntnisse an aktuelle Verhältnisse anzupassen sind.

Strittig sind vor allem folgende methodische Fragen:

- Zusammensetzung des Marktportfolios risikobehafteter Wertpapiere: Auswahl eines Referenzindex, insbesondere die Frage, ob dieser die nationalen oder globale Verhältnisse widerspiegeln sollte
- Messung der Vergleichsrendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen
- Beobachtungszeitraum: Aktualität und statistische Aussagekraft hinsichtlich Anfang- und Endzeitpunkt sowie Länge des Beobachtungszeitraums
- Verdichtung der beobachteten Renditedifferenzen auf einen Mittelwert: arithmetische oder geometrische Mittelwertbildung, alternative Verfahren oder Kombinationen verschiedener Verfahren
- Einfluss persönlicher Steuern der Anteilseigner: Überleitung der beobachteten Vor-Steuer-Renditen auf Nach-Steuer-Renditen einschließlich der Fragen zur Haltedauer von Unternehmensanteilen
- Fortschreibung der für die Vergangenheit beobachteten Ergebnisse in die Zukunft: Annahme langfristig konstanter Marktrisikoprämien oder langfristig konstanter Gesamtrenditen sowie Anpassungen zur Berücksichtigung von Erwartungen zu künftigen Entwicklungstrends bzw. besonderer Kapitalmarktverhältnisse

Nach unserer Auffassung ist nicht zu erwarten, dass diese Fragen in der Wirtschaftswissenschaft oder der Bewertungspraxis in absehbarer Zeit derart überzeugend geklärt werden, dass sämtliche Kontroversen beseitigt sind.

Vor diesem Hintergrund und zwecks Vereinheitlichung der Bewertungspraxis gibt der FAUB seit Dezember 2004 Empfehlungen zur Höhe der bei Unternehmensbewertungen anzusetzenden Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern. Die Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie werden – wie auch die des IDW insgesamt – von Wirtschaftsprüfern in der Bewertungspraxis und von den durch sie geprüften Unternehmen in der Rechnungslegung regelmäßig beachtet. Da die Interessenlage von Mehrheitsaktionären bei Fragen der Rechnungslegung tendenziell eine andere ist als bei Fragen der Kompensation von ausscheidenden Minderheitsaktionären, ist nach unserer Auffassung davon auszugehen,

¹⁸⁹ Z.B. durch Befragung von Experten oder durch Modelle zur Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten.

¹⁹⁰ Vgl. Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, § 6 Rz. 45 ff.

¹⁹¹ Für einen umfassenden Überblick zu empirischen Daten zur Marktrisikoprämie in Deutschland und weltweit vgl. z.B. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage, Herne 2018, S. 557 ff.

dass die Empfehlungen des FAUB die unterschiedlichen Zwecksetzungen bereits berücksichtigt haben und deshalb grundsätzlich ausgewogen sind.

Die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung hält es unter Hinweis darauf, dass der FAUB ein sachverständiges Gremium der mit Unternehmensbewertung befassten Wirtschaftsprüfer sei, ebenfalls für angemessen, den Empfehlungen des FAUB zu folgen. Es sei insbesondere nicht ersichtlich, dass ein Abweichen von diesen Empfehlungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führe.¹⁹²

Die im Zeitablauf¹⁹³ vom FAUB ausgesprochenen Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie (vor und nach persönlichen Steuern) lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Marktrisikoprämie Empfehlung des FAUB	Datum der Empfehlung	Vor persönlichen Steuern			Nach persönlichen Steuern		
		Bandbreite		Mittelwert	Bandbreite		Mittelwert
Halbeinkünfteverfahren	10.12.2004	4,00%	5,00%	4,50%	5,00%	6,00%	5,50%
Abgeltungssteuer	29.11.2007	4,50%	5,50%	5,00%	4,00%	5,00%	4,50%
Niedrigzinsumfeld	19.09.2012	5,50%	7,00%	6,25%	5,00%	6,00%	5,50%
Nullzinsumfeld	22.10.2019	6,00%	8,00%	7,00%	5,00%	6,50%	5,75%

Quelle: Eigene Darstellung

In seiner Empfehlung vom 19. September 2012¹⁹⁴ stellte der FAUB vor dem Hintergrund der seinerzeitigen Kapitalmarktsituation fest, dass Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierende ex-ante-Analysen zu sogenannten implizit ermittelten Marktrisikoprämien eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen bzw. der daraus abgeleiteten Marktrisikoprämien nahelegten. Dies werde auch bestätigt, wenn man die ausgehend von der Betrachtung historischer Daten vorgenommenen Prognosen um Überlegungen zur Entwicklung realer Aktienrenditen ergänze.¹⁹⁵

Der FAUB hat am 19. September 2012 zudem beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes weiterhin regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlung entsprechend zu aktualisieren. Er überprüft seither auf jeder Sitzung, ob sich die Situation an den Kapitalmärkten zwischenzeitlich geändert hat.

Angesichts der von FAUB im Jahr 2019 als „einmalig“ bezeichneten Situation, dass die wie vorstehend beschrieben¹⁹⁶ ermittelte Zinsstrukturkurve zum Zeitpunkt der letzten veröffentlichten Erörterung der Kapitalkostenempfehlungen (22. Oktober 2019) über nahezu die gesamte Laufzeit von 30 Jahren im negativen Bereich verlief und der sich daraus ergebende einheitliche Basiszinssatz erstmals faktisch null Prozent betrug und drohte, in absehbarer Zeit negativ zu werden, hat der FAUB im Jahr 2019 seine Empfehlung aus dem Jahr 2012 zur Höhe der Marktrisikoprämie angepasst.¹⁹⁷ Bis heute ist keine weitere Anpassung erfolgt. Die Empfehlung vom 22. Oktober 2019 ist somit auch noch zum Zeitpunkt der Beendigung der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten maßgeblich.

¹⁹² Vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017, 21 W 75/15, juris Rz. 108, und im Ergebnis z.B. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. April 2017, I-26 W 10/15, ZIP 2017, S. 1157 ff.

¹⁹³ Unter Vernachlässigung der Empfehlungen, die jeweils für eine Übergangsphase gegeben worden sind.

¹⁹⁴ Vgl. IDW-FN, 2012, S. 568.

¹⁹⁵ Die der Empfehlung des FAUB zugrundeliegenden Analysen und weiteren Überlegungen sind in folgenden Fachbeiträgen, die der Empfehlung unmittelbar vorausgegangen oder ihr nachgefolgt sind, näher dargelegt: Zeidler/Tschöpel/Bertram, CFB 5/2012, S. 70 ff; Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, WPg 2013, S. 948 ff.; Bertram/Castedello/Tschöpel, CF 2015, S. 468 ff.

¹⁹⁶ Vgl. Abschnitt E.II.3.a).

¹⁹⁷ Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 136. Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019, <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>, zuletzt abgerufen am 28. Februar 2024.

Unter Verwendung der zuvor (bis zum 22. Oktober 2019) empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (5,5 % bis 7,0 %) hätte die unverändert als sachgerecht angesehene Vorgehensweise bei der Ableitung des Basiszinssatzes mit einem Ergebnis von etwa null Prozent zur Folge gehabt, dass eine Gesamtrenditeerwartung für den Markt von 5,5 % bis 7,0 % Eingang in die Bewertungskalküle gefunden hätte. Der FAUB hat am 22. Oktober 2019 anhand der bei seinem pluralistischen Ansatz herangezogenen Parameter¹⁹⁸ überprüft, ob dieses Ergebnis bei Einbeziehung der zum 22. Oktober 2019 aktuellen Beobachtungen vertretbar war.

Im Ergebnis stellte er fest, dass die Analysen zwar auf einen leichten Rückgang der Gesamtrendite – insbesondere im kürzeren Zeitraum seit 2012/13 – hinwiesen. Dieser stünde jedoch in keinem Verhältnis zu dem Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen. Die Gesamtrendite liege bei vorsichtiger Gesamtwürdigung aller Analysen nominal eher in einer Bandbreite von 7 % bis 9 %, was auch durch Untersuchungen der Deutschen Bundesbank gestützt werde.

Auf dieser Grundlage hob der FAUB am 22. Oktober 2019 seine Empfehlung zur Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0 % bis 8,0 % an. Er habe sich damit tendenziell am unteren Rand beobachtbarer Gesamtrenditen orientiert und damit der Möglichkeit Rechnung getragen, dass diese im Zeitverlauf weiter leicht nachgeben könnten. Aus einer Überleitung in eine Welt nach persönlichen Steuern ergab sich eine entsprechende leichte Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5,0 % bis 6,5 %. Auch in der gegenwärtigen Situation des Ukraine-Krieges hält der FAUB an dieser Bandbreitenempfehlung fest.¹⁹⁹

In der Folge der zuvor gegebenen Empfehlung (19. September 2012) war mehrfach kritisiert worden, dass diese nicht ausreichend begründet sei. Insbesondere wurde kritisiert, dass der FAUB für die Ableitung der Marktrisikoprämie keine konkrete Quelle benannt bzw. kein eindeutiges, rechnerisch nachvollziehbares Verfahren für seine Empfehlung vorgelegt hatte.²⁰⁰

In einer daraufhin erfolgten Veröffentlichung²⁰¹ begegneten die Autoren, unter anderem der seinerzeitige und der jetzige Vorsitzende des FAUB, dieser Kritik, indem sie die der Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie zugrunde liegenden Analysen und Berechnungen – wie nachfolgend dargestellt – offenlegen und erläutern.

Den weiteren Ausführungen im Beitrag von Castedello et al. Vorangestellt ist eine ausführliche Begründung dafür, warum die bei Ableitung der Empfehlung im Jahr 2012 beobachtete Kapitalmarktsituation als besonders im Hinblick auf die Einschätzung der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes für Zwecke einer Unternehmensbewertung zu bezeichnen war und warum dies auch weiterhin galt.

Bei einem aus den jeweils aktuellen Marktverhältnissen zukunftsgerichtet abgeleiteten risikolosen Basiszinssatz würde die im historischen Vergleich ungewöhnlich niedrige Rendite festverzinslicher Bundeswertpapiere²⁰² bei einer unveränderten Übernahme der früheren und vorrangig auf einer langfristigen

¹⁹⁸ Historisch gemessene Aktienrenditen, langfristige reale Aktienrenditen und unter Verwendung von ex-ante-Analysen ermittelte implizite Kapitalkosten.

¹⁹⁹ Vgl. die fachlichen Hinweise des FAUB vom 20. März 2022, <https://www.idw.de/IDW/Medien/Arbeitshilfen-oeffentlich/Fachliche-Hinweise-oeffentlich/Downloads-Ukraine/IDW-FH-Ukraine-IDW-FachHin-Unternehmensbewertung.pdf>, zuletzt abgerufen am 28. Februar 2024.

²⁰⁰ Vgl. z.B. Rowoldt/Pillen, CF 2015, S. 115 ff.

²⁰¹ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.

²⁰² Erklärbar durch die Kombination aus einer Staatsschuldenkrise, einer entsprechenden Flucht in die verbleibenden sicheren Anlagen und einer beispiellosen Politik des lockeren Geldes zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise.

historischen Betrachtung²⁰³ beruhenden quantitativen Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie rechnerisch zu Gesamttrenditeerwartungen führen, die nicht zu den empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen passten.

Die Gesamttrendite ist – anders als die Marktrisikoprämie – am Kapitalmarkt beobachtbar. Allerdings gibt es kein Anlageinstrument, aus dem sich analog zu Staatsanleihen eine unmittelbare Schätzung der Gesamttrendite ableiten ließe. Für die deshalb erforderliche indirekte Schätzung stehen mehrere konzeptionelle Ansätze zur Verfügung. Da jeder dieser Ansätze Stärken und Schwächen hat und keiner den anderen überlegen ist, folgt der FAUB bis heute einem pluralistischen Ansatz, um eine möglichst breite Perspektive einzunehmen. Dementsprechend kann aber auch keine einzig gültige Quelle oder alleingültiger Algorithmus vorgelegt werden.

Nach der Auffassung des FAUB zeigten die Ergebnisse aus drei unterschiedlichen methodischen Überlegungen an, dass die Gesamttrendite nicht in dem Ausmaß gesunken war, wie sie der Rückgang des Basiszinssatzes bei einem Ansatz der Marktrisikoprämie in unveränderter Höhe indizieren würde. Die Gesamtschau der Betrachtungen habe vielmehr dafürgesprochen, dass seinerzeit von einer – verglichen mit früheren Durchschnittsbetrachtungen – höheren Marktrisikoprämie auszugehen war – und heute auch noch ist.

Die Autoren des genannten Beitrags bezeichneten die Ergebnisse der folgenden drei methodischen Überlegungen als Indikatoren für eine erhöhte Marktrisikoprämie:

- Ex-post-Analysen historischer Realrenditen sowie ex-post aus durchschnittlichen realen Aktienrenditen ermittelte Marktrisikoprämien
- Ex-ante-Analyse impliziter Kapitalkosten
- CAPM ohne risikofreie Kreditaufnahme

Die ex-post-Analysen historischer Realrenditen zeigten an, dass der sogenannte historische Ansatz, nach dem die Marktrisikoprämie im Zeitablauf konstant ist, die Entwicklung der Markttrenditen ab 2012 nicht mehr erklären konnte. Dies sprach dafür, dass der sogenannte Total-Market-Return-Ansatz, nach dem die Gesamttrendite langfristig konstant ist bzw. sich kurz- bis mittelfristig innerhalb eines Korridors bewegt, zumindest für die besondere seinerzeitige Kapitalmarktsituation einen überlegenen Erklärungsansatz liefern könnte. Auch bei einer Regression der realen Markttrendite über Anlagezeiträume von 30 Jahren fanden sich keine Hinweise auf eine im Zeitverlauf langfristig gesunkene Realrendite. Demzufolge war im Umkehrschluss davon auszugehen, dass die Marktrisikoprämie bei gegebenen niedrigen Basiszinssätzen gestiegen war. Aus realen Aktienrenditen über einen längeren Anlagezeitraum ließ sich mit dem Total-Market-Return-Ansatz retrograd seinerzeit eine erwartete Marktrisikoprämie von gut 7 % (geometrisches Mittel) beziehungsweise etwa 10 % (arithmetisches Mittel) ableiten.

Die ex-ante-Analyse weise gegenüber der ex-post-Analyse den Vorteil auf, dass sie – ebenso wie der Basiszinssatz – auf aktuellen Kapitalmarktdaten basiert. Zudem sei die Vorgehensweise, über diesen Erklärungsansatz die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens als Nenner der Bewertungsgleichung zu bestimmen, in hohem Maße kompatibel zu der Bestimmung und Plausibilisierung des Zählers der

²⁰³ In der die aktuelle Kapitalmarktsituation stark unterrepräsentiert ist.

Bewertungsgleichung. Demzufolge empfehle das Pendant des FAUB in Österreich seit Oktober 2017²⁰⁴ zur Bestimmung der Marktrisikoprämie, ausschließlich die Methode der impliziten Kapitalkostenmessung anzuwenden. Unabhängig von den im Einzelnen gewählten Ansätzen zur Bestimmung impliziter Kapitalkosten kämen die seinerzeit vorliegenden Studien insgesamt zu dem Ergebnis, dass die impliziten Marktrisikoprämien seit 2010 nachhaltig gestiegen waren.

Eine Modifikation des CAPM, bei dem die unrealistische Annahme, dass sich Marktteilnehmer zum risikofreien Zinssatz verschulden können, aufgegeben wird, indizierte ebenfalls, dass die geforderte Aktienrendite aufgrund der gestiegenen Risikoaversion, die sich in der Differenz zwischen risikofreiem und Interbankenzins zeigt, seinerzeit zwischen 0,5 % und 1,0 % über der Aktienrendite gelegen habe, die sich bei traditioneller Ableitung aus Staatsanleiherendite zuzüglich durchschnittlicher historischer Marktrisikoprämie ergibt.

Die Umrechnung der vorstehend im Einzelnen begründeten und aus Beobachtungen gewonnenen Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (Empfehlung einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 %) in eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hängt aufgrund von Steuerstundungseffekten aus Kursgewinnen von den Annahmen zur Haltedauer, zur Ausschüttungsquote des Markts, zur Besteuerung von Kursgewinnen im Detailplanungszeitraum und dem Verhältnis von Marktrendite und Basiszinssatz ab.

Im aktuell geltenden Abgeltungsteuersystem in Deutschland lässt sich aus der Bandbreite der Empfehlung des FAUB für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern eine um 0,5 bis 1,5 Prozentpunkte geringere Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern ableiten.

Im Idealfall entspricht eine etwa auf Viertel-Prozentpunkte gerundete Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern einer ebenfalls auf Viertel-Prozentpunkte gerundeten geringeren Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Erforderliche Rundungen bei der Umrechnung der im jeweiligen Fall nicht vom Bewertungsgutachter vorgegebenen Größe²⁰⁵ sind hinzunehmen, sofern die Überführung der einen in die andere Größe zu plausiblen Ergebnissen führt.

Der Mittelwert der vorstehend im Einzelnen anhand eines aktuelleren Fachbeitrags gewürdigten Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 zur Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (5,5 %) wird auch von der Rechtsprechung überwiegend bestätigt.²⁰⁶ Zu Bewertungsfällen, bei denen die Bewertungsgutachten nach der letzten Anpassung der Empfehlung des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie (22. Oktober 2019, Mittelwert 5,75 %) fertiggestellt worden sind, liegen inzwischen auch Beschlüsse vor, die den Ansatz dieses Mittelwerts von 5,75 % als angemessen bestätigen.²⁰⁷

Im Bewertungsgutachten sind verschiedene Analysen zu den historisch beobachtbaren und impliziten Marktrenditen über einen längeren Betrachtungszeitraum enthalten. Der Bewertungsgutachter stellt zusammenfassend fest, dass die vom FAUB aktuell empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie vor

²⁰⁴ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 820; KFS/BW 1 E7, Rz. 4.

²⁰⁵ Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern oder Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern.

²⁰⁶ Vgl. z.B. für die obergerichtliche Rechtsprechung: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, 26 W 4/16 [AktE], openJur 2019, 11897; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. Januar 2017, 21 W 75/15, DB 2017, S. 713, und vom 29. Januar 2016, 21 W 70/15, BeckRS 2016, 4317, Rz. 65; OLG Hamburg, Beschluss vom 30. Juni 2016, 13 W 75/14, und vom 18. September 2015, 13 w 44/14 (beide nicht veröffentlicht).

²⁰⁷ Vgl. z.B. Landgericht Frankfurt am Main, Beschluss vom 25. November 2021, 3-05 O 13/20, openJur 2022, 2247.

persönlichen Steuern anhand der von ihm durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen gerechtfertigt werden kann.

In der Praxis der Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen sei es allgemein üblich, den Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (5,75 %) anzusetzen. Diesem Vorgehen sei er auch im vorliegenden Fall gefolgt.

Wir haben die dargestellten Überlegungen des FAUB und die Ausführungen des Bewertungsgutachters einer kritischen Würdigung unterzogen. In diesem Zusammenhang haben wir auch die in der jüngeren Vergangenheit geäußerten Gegenmeinungen zu den vom FAUB angeführten Beobachtungen und Schlussfolgerungen gewürdigt. Im Ergebnis halten wir es für sachgerecht, den Empfehlungen des FAUB zu folgen.

Diese Empfehlungen sind bewusst als Bandbreiten formuliert, um nicht bereits bei einer geringfügigen Änderung der Kapitalmarktverhältnisse eine neue Empfehlung aussprechen zu müssen. Vielmehr kann der Spielraum genutzt werden, den die Bandbreite ermöglicht.

Im vorliegenden Bewertungsfall hat der Bewertungsgutachter mit einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % diesen Spielraum nicht ausgenutzt, sondern die Mitte der Bandbreite gewählt. Das entspricht bei einer Ausschüttungsquote von 50 % – wie im vorliegenden Bewertungsfall für die Ableitung der nachhaltigen Ausschüttungen angesetzt – einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von (gerundet) 7,00 %. Eine Marktrisikoprämie in Höhe von 7,00 % liegt ebenfalls in der Mitte der derzeit vom FAUB in der Vorsteuerbetrachtung empfohlenen Bandbreite. Auf dieser Grundlage errechnet sich eine Gesamtrendite vor persönlichen Steuern in Höhe von 9,50 %. Dieser Wert ist auch durch die Größenordnung der vom Bewertungsgutachter hergeleiteten impliziten Marktrendite belegt.

Gegen den Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % sind deshalb im vorliegenden Bewertungsfall keine Einwendungen zu erheben.

Im Übrigen weisen wir darauf hin, dass die Verwendung einer geringeren bzw. höheren Marktrisikoprämie zwar den absoluten Unternehmenswert des jeweiligen Bewertungsobjekts verändern würde, diese Frage aber für die Festlegung eines Umtauschverhältnisses im Allgemeinen wenig Bedeutung besitzt, da die angesetzte Marktrisikoprämie einheitlich für die Bewertung aller Unternehmen zu verwenden ist. Im vorliegenden Fall würde eine abweichende Marktrisikoprämie den Unternehmenswert von Vitesco Technologies in nahezu demselben Verhältnis erhöhen bzw. vermindern wie den von Schaeffler.

Prüfungsergebnis

Aus den dargelegten Gründen sind gegen den für die Bewertung von Vitesco Technologies – und von Schaeffler – gewählten Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % keine Einwendungen zu erheben.

bc) Betafaktor

bca) Methodische und praktische Anwendungsfragen

Die für ein Gesamtmarktportfolio geschätzte Risikoprämie (Marktrisikoprämie) ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Das Verhältnis zwischen dem allgemeinen Marktrisiko und dem individuellen, unternehmens- und branchenspezifischen Risiko wird durch den sogenannten Betafaktor ausgedrückt.

Die aus Kapitalmarktdaten abgeleiteten Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Bewertungsobjekts. Gängige Praxis ist es, zunächst einen unverschuldeten Betafaktor zu ermitteln, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens abbildet. Der Einfluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann über das sogenannte Relevering berücksichtigt.

Bei der konkreten Ermittlung eines Betafaktors stellen sich eine Vielzahl von methodischen bzw. praktischen Anwendungsfragen. In der Bewertungspraxis haben sich zu einigen dieser Fragen Standards durchgesetzt, bei denen sich die verbleibende Auswahl auf wenige sinnvolle Vorgehensweisen, im Idealfall auf eine präferierte Vorgehensweise, verdichtet. Gleichwohl lässt sich keine verbindliche Standardvorgehensweise definieren, da die Anzahl der Freiheitsgrade trotz dieser Standards groß bleibt.

Auch wenn nach diesem Zwischenergebnis Raum für Ermessensspielräume bleibt, ist dies nach unserer Auffassung zu begrüßen. So erhält der Bewertungsgutachter die Möglichkeit, die Vorgehensweise zur Ermittlung des Betafaktors nach sachgerechtem Ermessen zu variieren und damit an den konkreten Bewertungsfall anzupassen, so dass dem Äquivalenzprinzip adäquat Rechnung getragen wird. Die bestehenden Freiheitsgrade dürfen hingegen nicht einseitig ausgeübt werden. Demzufolge sind die Auswirkungen bei der Auswahl einzelner Parameter zu hinterfragen bzw. die Anwendung unterschiedlicher Kombinationen zu berechnen, um sich einen Überblick über die Bandbreite denkbarer Ergebnisse zu verschaffen. Zudem empfiehlt es sich, die – letztlich gewählte – Vorgehensweise hinreichend genau zu beschreiben und zu begründen.

Die wesentlichen methodischen bzw. praktischen Anwendungsfragen und denkbare beziehungsweise übliche Lösungen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Fundamentale, zukunftsorientierte oder vergangenheitsorientierte Ableitung
- Referenzindex national, überregional oder global als Performance- oder Kursindex
- Beobachtungszeitraum fünf Jahre, drei Jahre, zwei Jahre oder ein Jahr, Kombination mehrerer Jahreszeiträume
- Renditeintervall monatlich, wöchentlich oder täglich
- Verzerrungsfreie Aktienkursbildung, gemessen an der Liquidität der Aktie
- Filterung anhand statistischer Kriterien wie Bestimmtheitsmaß und t-Test
- Prognose künftiger Betafaktoren durch Fortschreibung historisch beobachtbarer Betafaktoren oder Anpassung durch pauschalierte Anpassungsverfahren oder freie gutachtliche Anpassung
- Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos (Unlevering/Relevering) für eine autonome oder wertorientierte Finanzierungspolitik (Risiko des Tax Shields) und ausfallbedrohte oder nicht ausfallbedrohte Forderungen der Fremdkapitalgeber (Debt Beta)
- Bestandteile und Marktwert der Netto-Finanzverbindlichkeiten beim Unlevering/Relevering

- Betafaktor des Bewertungsobjekts oder einer Peer Group
- Qualitative und quantitative Kriterien zur Auswahl möglicher Vergleichsunternehmen und Verdichtung in einer Peer Group

In der Bewertungspraxis dominiert die Ableitung von Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten. Diese Vorgehensweise wird auch in der Literatur als sachgerecht angesehen²⁰⁸ und in der Rechtsprechung nicht beanstandet.

Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren demzufolge vergangenheitsorientiert erhoben.

Da ein umfassendes, perfektes Marktportfolio aus sämtlichen weltweit existierenden risikobehafteten, mit ihren Marktwerten gewichteten Vermögenswerten nicht existiert beziehungsweise nicht konstruierbar ist, verwendet die Bewertungspraxis nationale oder internationale Aktienindizes als Näherung des idealen Marktportfolios. Eine generelle Aussage über die Wahl des geeigneten Referenzindexes lässt sich nicht treffen.²⁰⁹ Der verwendete Index sollte ein Performance-Index sein.²¹⁰

Der Bewertungsgutachter hat seine Analysen auf der Grundlage marktbreiter lokaler Performance-Indizes unter Verwendung der jeweiligen lokalen Währung vorgenommen. Wir haben auch Berechnungen anhand des weltweiten Indexes „MSCI World“ durchgeführt, um den angesetzten Betafaktor anhand einer breiteren Datenbasis beurteilen zu können.

Die gängigsten Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle sind fünf Jahre/monatlich, zwei Jahre/wöchentlich und ein Jahr/täglich.²¹¹ Mit diesen Kombinationen wird eine ausreichende Anzahl von Datenpunkten erhoben, um zu statistisch signifikanten Aussagen gelangen zu können. Gegen eine tägliche Messung von Renditen ist allerdings einzuwenden, dass diese Messungen tendenziell ungünstigere empirische Eigenschaften aufweisen und die sich auf ihrer Grundlage ergebenden Betafaktoren stärker schwanken als bei der Messung in längerfristigen Intervallen.²¹²

Dementsprechend sind nach unseren Beobachtungen die Kombinationen fünf Jahre/monatlich und zwei Jahre/wöchentlich die in der Bewertungspraxis mit Abstand am häufigsten erhobenen Beobachtungszeiträume/Renditeintervalle.

Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren für diese beiden Kombinationen erhoben, um eine möglichst breite Perspektive einzunehmen. Er macht sich demzufolge die jeweiligen Vorteile der beiden Methoden zunutze.

Der Bewertungsgutachter hat die Aussagekraft der erhobenen Betafaktoren primär anhand von Liquiditätskriterien (Analyse des Handelsvolumens bzw. des Streubesitzes und der Handelstage, Bid-Ask-Spread als Indiz für Transaktionskosten) und ergänzend anhand des Bestimmtheitsmaßes sowie des t-Tests untersucht.

²⁰⁸ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 134.

²⁰⁹ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 149 ff.

²¹⁰ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 156, 242 f.

²¹¹ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 158.

²¹² „Intervalling-Effekt“. Siehe dazu Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 162 ff., und die dort angegebene Literatur.

In der Bewertungspraxis werden die beobachtbaren Betafaktoren („Raw Beta“) oftmals pauschal unter Verwendung des „Adjusted Beta“ angepasst. Das Adjusted Beta setzt sich zu einem Drittel aus dem Marktportfolio-Beta (definitionsgemäß = 1,0) und zu zwei Dritteln aus dem Raw Beta zusammen. Dieser Vorgehensweise liegt ökonomisch der Gedanke zugrunde, dass sich das systematische Risiko von Unternehmen langfristig dem Marktdurchschnitt annähern dürfte.

Die Frage, ob eine Fortschreibung historischer Betas oder eine Anpassung, zum Beispiel unter Verwendung des Adjusted Beta, das künftige Risiko besser abbilden kann, stellt sich vor allem dann, wenn durch die historische Entwicklung ein besonders hohes oder niedriges Risiko angezeigt wird.

Im vorliegenden Bewertungsfall sind die gemessenen Betafaktoren als überdurchschnittlich einzuschätzen. Der Bewertungsgutachter hat eine rechnerische Adjustierung der gemessenen Betafaktoren nicht vorgenommen.²¹³ Die Frage, ob und in welcher Weise eine Adjustierung vorgenommen werden sollte, ist umstritten. In der Bewertungspraxis wird in der überwiegenden Zahl der Fälle keine Adjustierung vorgenommen.²¹⁴ Zumindest im vorliegenden Bewertungsfall halten wir es für sachgerecht, die gemessenen Betafaktoren nicht zu adjustieren.

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen ist es zusammenfassend nicht zu beanstanden, beim vorliegenden Bewertungsfall für die Schätzung des künftigen Unternehmensrisikos Raw Betas zu verwenden.

Bei Bereinigung der verschuldeten („Levered“) Betafaktoren um das Kapitalstrukturrisiko hat der Bewertungsgutachter unsichere „Tax Shields“ und eine wertorientierte („atmende“) Finanzierungspolitik angenommen, was für kapitalmarktorientierte Unternehmen (Vitesco Technologies und Peer Group) als plausibel anzunehmen ist.

Der Bewertungsgutachter hat das Ausfallrisiko von Forderungen der Fremdkapitalgeber im Rahmen des Unlevering durch Verwendung eines Debt Beta berücksichtigt. Zu diesem Zweck hat er für die Peers, für die keine Ratingeinstufung durch einen Ratinganbieter vergeben ist, in Anlehnung an die für die Branche „Automotive Suppliers“ verwendete Moodys Methodologie synthetische Ratings indikativ abgeleitet. Aus dem Unterschied zwischen dem sich auf dieser Grundalge ergebenden durchschnittlichen Fremdkapitalzinssatz und der Marktrendite vor persönlichen Steuern ergibt sich das Debt Beta für die Fremdkapitalgeber.

Im Rahmen des Unlevering hat der Bewertungsgutachter den Marktwert der Finanzverbindlichkeiten mit den Buchwerten der verzinslichen Verbindlichkeiten und der Pensionsrückstellungen approximiert. Dadurch unterstellt er, dass die vorhandene Liquidität der Vergleichsunternehmen in vollem Umfang als betriebsnotwendig anzusehen ist.

Die Anpassung an das Kapitalstrukturrisiko von Vitesco Technologies („Relevering“) hat der Bewertungsgutachter ebenfalls unter Verwendung der Formel für eine wertorientierte Finanzierungspolitik und unter

²¹³ Vgl. i-advise, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 9. Auflage (2010 bis 2022), Düsseldorf 2023.

²¹⁴ Vgl. i-advise, a.a.O.

Berücksichtigung des Debt Beta vorgenommen, da die Fremdkapitalkosten den risikolosen Zinssatz übersteigen.

bcb) Originärer Betafaktor von Vitesco Technologies

Die Vitesco-Aktie wird an Börsen gehandelt. Aus den Handelsdaten lässt sich somit rechnerisch ein originärer Betafaktor für Vitesco Technologies ableiten.

Der Bewertungsgutachter hat den Kursverlauf der Vitesco-Aktie analysiert und festgestellt, dass seit dem Erwerbsangebot im Oktober 2023 Kursverzerrungen auftraten, die zu einem Eigenbetafaktor führen würden, der das Risiko des Geschäftsmodells von Vitesco Technologies nicht mehr angemessen widerspiegelt. Demzufolge könne für Zeiträume nach der Ankündigung des Erwerbsangebots am 9. Oktober 2023 kein unverzerrter Betafaktor erhoben werden.

Somit hat er seine weiteren Analysen auf den Zeitraum vor Ankündigung des Erwerbsangebots beschränkt und den originären Betafaktor von Vitesco Technologies für den Referenzindex CDAX anhand der Daten von S&P Global für zwei Jahre auf Basis wöchentlicher Renditen ermittelt. Eine Erhebung für einen Zeitraum von fünf Jahren war nicht möglich, da die Vitesco-Aktie erst seit September 2021 an Börsen gehandelt wird.

Auf Grundlage der vorgenommenen Überprüfungen ist der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis gelangt, dass der Betafaktor der Vitesco-Aktie für die zwei Jahre vor dem 9. Oktober 2023 statistisch signifikant ist. Zudem sei die Liquidität der Vitesco-Aktie vergleichsweise hoch.²¹⁵ Auf Grundlage der vorgenommenen Berechnungen ergebe sich ein unverschuldeter Betafaktor von etwa 1,0.

In unseren Kapitalmarktmodellen sind einzelne Parameter abweichend gesetzt. Angesichts der Vielzahl an Einstellungen, die bei der Ableitung von Betafaktoren vorzunehmen sind und der Tatsache, dass bei jeder Einstellung auch ein abweichendes Vorgehen begründbar ist,²¹⁶ können geringfügige Abweichungen bei den Ergebnissen hingenommen werden. Mit unseren Kapitalmarktmodellen haben wir einen unverschuldeten Betafaktor für den Zweijahreszeitraum vor dem 9. Oktober 2023 abgeleitet, der – gerundet – ebenfalls 1,0 beträgt.

Wir konnten im Übrigen auch die den vorstehenden Analysen zugrundeliegenden Daten ohne Beanstandungen abstimmen. Zudem halten wir die Schlussfolgerungen des Bewertungsgutachters für begründet und nachvollziehbar.

²¹⁵ Vgl. dazu im Einzelnen Abschnitt E.III.

²¹⁶ Vgl. Abschnitt E.II.3.bca).

bcc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen

Der auf Grundlage des Handels der Vitesco-Aktie ermittelte unverschuldete Eigenbetafaktor von 1,0 ist also grundsätzlich verwendbar. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass der für den genannten Zeitraum gemessene Betafaktor nicht zwingend auch das operative Risiko von Vitesco Technologies zum Bewertungsstichtag abbildet, da sich die Risikolage seit dem 9. Oktober 2023 verändert haben könnte. Der Bewertungsgutachter hat deshalb unter Rückgriff auf einen Betafaktor, der sich aus einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen ableitet, überprüft, ob sich der Eigenbetafaktor für die Schätzung des aktuellen Risikos von Vitesco Technologies eignet.

Wenn sich ein Betafaktor für das Bewertungsobjekt mangels Börsennotierung oder aus anderen Gründen nicht ermitteln lässt, der Betafaktor nicht aussagekräftig ist oder zur Überprüfung, ob der auf Grundlage der historischen Daten des Bewertungsobjekts ermittelte Betafaktor auch das künftige operative Risiko angemessen beziffert, ist es bei Verwendung des CAPM erforderlich und in der Praxis üblich, hinsichtlich der Risikolage vergleichbare Unternehmen zu identifizieren, für die relevante Betafaktoren ermittelt werden können.

Da andere Unternehmen nicht in jeder Hinsicht mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind, versucht die Bewertungspraxis im Allgemeinen, mehrere Unternehmen der relevanten Branche in die Betrachtung mit einzubeziehen, um durch eine Durchschnittsbildung dem Umstand Rechnung zu tragen, dass jedes einzelne Vergleichsunternehmen nicht vollständig mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar ist. Dieser Vorgehensweise liegt darüber hinaus der Gedanke zugrunde, dass sich das Bewertungsobjekt und die übrigen Unternehmen einer Branche tendenziell in Bezug auf ihre Risikolage annähern.

Eine absolute Deckungsgleichheit ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungüberschüsse der ausgewählten Vergleichsunternehmen mit einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell erwirtschaftet werden. Deshalb bieten sich zur Auswahl grundsätzlich Unternehmen derselben Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Bei seiner Suche nach Vergleichsunternehmen hat der Bewertungsgutachter darüber hinaus berücksichtigt, dass für die potenziellen Vergleichsunternehmen historische Handelsdaten in ausreichendem Umfang und ausreichender Qualität zur Verfügung stehen müssen.

Der Bewertungsgutachter ist bei der Ableitung der Peer Group mehrstufig vorgegangen. Seine Vorgehensweise ist in der Gutachtlichen Stellungnahme ausführlich dargestellt. Die Ausführungen des Bewertungsgutachters lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Screening der Daten von S&P Global zur Identifizierung von börsennotierten operativ tätigen Unternehmen, die in einem Geschäftsfeld²¹⁷ tätig sind, in dem auch Vitesco Technologies tätig ist, die ihren Unternehmenssitz in den USA, Europa, Deutschland oder europäischen entwickelten Märkten haben und die von mindestens einem Analysten beobachtet werden (241 Unternehmen) sowie derjenigen, die ihren Unternehmenssitz in Japan und Südkorea und eine vergleichbare Marktkapitalisierung haben (43 weitere Unternehmen)
- Unternehmen, die von Analysten als Vergleichsunternehmen genannt werden (weitere 14 Unternehmen)

²¹⁷ Vorgabe geeigneter Industrien und Schlagwörter (insbesondere „Automotive Parts and Equipment“, „Transmissions and Power Train Parts“).

- Verdichtung auf eine „Long List“ (95 Unternehmen)²¹⁸ durch eine genauere Analyse der Übereinstimmung hinsichtlich der Geschäftsfelder und der regionalen Vergleichbarkeit und Ausschluss von Unternehmen, für die keine Analystenschätzungen existieren
- Weitere Verdichtung auf die finale Peer Group (acht Unternehmen) anhand detaillierter weiterer Analysen, unter anderem anhand der Geschäftsberichte

Bei der Ableitung der Peer Group für die Bewertung von Vitesco Technologies hat der Bewertungsgutachter – im Unterschied zur Ableitung der Peer Group für die Bewertung von Schaeffler – Unternehmen der Automobilzuliefererbranche ausgewählt, die einen Fokus auf E-Mobilität und die Elektrifizierung des Antriebsstrangs bzw. auf elektronische Steuerungsgeräte legen.

Die nach den vorstehend genannten Kriterien verbleibenden, als hinreichend vergleichbar anzusehenden acht Unternehmen sind im Bewertungsgutachten ausführlich beschrieben. Der Bewertungsgutachter hat diese Unternehmen nach ihrer Vergleichbarkeit zu Vitesco Technologies zusätzlich in eine Rangfolge gebracht. Dabei hat er auch die im Bewertungsgutachten genannten weiteren quantitativen Kriterien berücksichtigt. Er führt die Vergleichsunternehmen unter Angabe auch dieser Merkmale in einer nach der Vergleichbarkeit abgestuften Rangfolge und unter Angabe der jeweiligen Vergleichszahlen für Vitesco Technologies in tabellarischer Form auf.

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters machen deutlich, dass die von ihm als Peers gewählten Unternehmen eine hinreichende Vergleichbarkeit mit dem Geschäftsmodell von Vitesco Technologies aufweisen und deshalb geeignet sind, das operative Risiko von Vitesco Technologies zu bestimmen.

Wir halten die gesetzten Auswahlkriterien für sachgerecht. Gleichwohl haben wir anhand eigener Recherchen überprüft, ob weitere geeignete Vergleichsunternehmen existieren. Letztlich haben wir kein weiteres Unternehmen identifiziert, welches zusätzlich in die Peer Group aufgenommen werden sollte. Im Rahmen unserer Prüfung und als Ergebnis der umfassenden Diskussionen zu einzelnen Unternehmen konnten wir die Ableitung und stufenweise Eliminierung potenzieller Vergleichsunternehmen ohne Beanstandungen nachvollziehen.

Demzufolge halten wir es zusammenfassend für sachgerecht, zur Ableitung des Betafaktors für die Bewertung von Vitesco Technologies auf die sich für die acht Vergleichsunternehmen ergebenden Betafaktoren zurückzugreifen.

²¹⁸ Gemeinsame „Long List“ für die Bewertung von Vitesco Technologies und von Schaeffler, die im Bewertungsgutachten in der Anlage 3 einzeln aufgeführt und hinsichtlich der jeweiligen finalen Peer Group den beiden Bewertungsobjekten zugeordnet sind.

bcd) Betafaktor für die Bewertung von Vitesco Technologies

Der Bewertungsgutachter stellt die Ergebnisse seiner Berechnungen des verschuldeten und des unverschuldeten Betafaktors für die Regressionen gegen einen möglichst marktbreiten lokalen Index für die durchgeführten Analysezeiträume (fünf Jahre anhand monatlich gemessener Renditen sowie zwei Jahre anhand wöchentlich gemessener Renditen) für die acht Unternehmen der Peer Group im Vergleich zu den ermittelten Betafaktoren von Vitesco Technologies tabellarisch dar.

Im Ergebnis zeigt sich, dass die Betafaktoren für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum ein höheres Niveau aufweisen. Der Bewertungsgutachter führt dies auf in dem längeren Betrachtungszeitraum enthaltene Sondereffekte, zum Beispiel aus der COVID-19-Pandemie, zurück, was wir für nachvollziehbar halten.

Auf Grundlage der Datenpunkte zum 23. Februar 2024 ergeben sich für den zweijährigen Beobachtungszeitraum verschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 1,06 bis 1,83 (Einzelwerte) bzw. 1,48 (Mittelwert) bis 1,51 (Median). Die unverschuldeten Betafaktoren spannen eine Bandbreite von 0,79 bis 1,44 (Einzelwerte) auf. Der Mittelwert beträgt 0,98 und der Median 0,89. Die für die am besten vergleichbaren Unternehmen der Peer Group abgeleiteten Betafaktoren unterscheiden sich kaum von denen der gesamten Peer Group.

Es zeigt sich im Ergebnis, dass die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen geringfügig unter dem Eigenbetafaktor von Vitesco Technologies liegen, diesen in ihrer Größenordnung aber bestätigen. Auch unter Berücksichtigung des Risikoprofils der zukünftigen finanziellen Überschüsse von Vitesco Technologies, das erhebliche Umsatzsteigerungen und Margenausweitungen erwarten lässt, sei der Ansatz eines Betafaktors von 1,00 für die Bewertung von Vitesco Technologies sachgerecht. Der Bewertungsgutachter weist darauf hin, dass auch ein höherer Betafaktor begründbar wäre.

Bei unseren eigenen Erhebungen²¹⁹ ergeben sich teilweise abweichende Einzelwerte. Für den vom Bewertungsgutachter als maßgeblich angesehenen Zeitraum sind die unverschuldeten Betafaktoren nahezu identisch. Unter Würdigung auch der Ergebnisse für den fünfjährigen Beobachtungszeitraum und für Regressionen gegen einen globalen Index erachten wir den Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors in Höhe von 1,0 als ausgewogene Vorgehensweise.

Prüfungsergebnis

Unter Würdigung des Geschäftsmodells von Vitesco Technologies halten wir den für die Bewertung von Vitesco Technologies gewählten unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 1,0 für sachgerecht.

²¹⁹ Vgl. dazu auch Abschnitt E.II.3.bcb).

c) Wachstumsabschlag für die Bewertung von Vitesco Technologies

Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse von Unternehmen resultiert einerseits aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage im Unternehmen und andererseits organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten.

In der Detailplanungs- und der Konvergenzphase sind die Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung bzw. deren Fortführung und somit in den finanziellen Überschüssen enthalten, da deren einzelne Komponenten als nominale Größen geplant sind. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum ist deshalb nicht erforderlich.

Auch in der Phase der ewigen Rente werden sich die Posten von Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die Netto-Einnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum lässt sich grundsätzlich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Die in der Phase der ewigen Rente thesaurierten und den Anteilseignern bewertungstechnisch fiktiv unmittelbar zugerechneten Beträge bilden bereits einen wesentlichen Teil des zukünftigen Wachstums des Bewertungsobjekts ab. Die Abbildung dieses thesaurierungsbedingten Wachstums könnte wertäquivalent auch durch eine Diskontierung der dadurch generierten zusätzlichen Ausschüttungen vorgenommen werden.

Unter der Voraussetzung, dass Vitesco Technologies die Kapitalkosten, welche die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur reflektieren, nachhaltig verdient, korrespondieren die zukünftig wachsenden Ausschüttungen direkt mit dem Wertbeitrag aus thesaurierungsbedingten Wertsteigerungen. Somit ist der wesentliche Teil des künftigen, durch Thesaurierungen finanzierten operativen Wachstums im Bewertungsmodell bereits durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrags aus Wertsteigerungen berücksichtigt.

Darüberhinausgehende Wachstumspotenziale – zum Beispiel temporär begrenzte zusätzliche Wachstumseffekte, die auf zeitlich begrenzt erzielbaren Überrenditen aufgrund besonderer Markt- und Branchenbedingungen oder spezieller Unternehmensmerkmale beruhen, sowie inflationsbedingte Wachstumseffekte – sind bei der dargestellten bewertungssystematischen Vorgehensweise im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.

Allerdings unterscheiden sich die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren wie der allgemeinen Preissteigerungsrate, die durch die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex gemessen wird, oder der Preisentwicklung auf Beschaffungsmärkten. So werden unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte durch die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit des Unternehmens zur kontinuierlichen Generierung von Effizienzgewinnen sowie seine eigenen Fähigkeiten zur Durchsetzung von Preiserhöhungen auf dem Absatzmarkt bestimmt.

Der Bewertungsgutachter hat für die Bewertung von Vitesco Technologies einen Wachstumsabschlag in Höhe von 1,75 % (vor persönlichen Steuern) angesetzt.

In dem angesetzten Wachstumsabschlag ist reflektiert, dass die Wachstumsaussichten auch im wachstumsstarken Markt für E-Mobilität langfristig durch das Kaufkraftwachstum der Kunden und den sich intensivierenden Wettbewerb begrenzt sind. Vitesco Technologies hat zwar in bestimmten Marktsituationen steigende Einkaufspreise in vollem Umfang auf die Kunden überwälzen können. Sinkende Einkaufspreise und Effizienzgewinne mussten aber zumeist in Form von Preissenkungen an die Kunden weitergegeben werden. Die für das nachhaltige Ergebniswachstum von Vitesco Technologies angesetzte Wachstumsrate (1,75 %) liege geringfügig unter der langfristigen Inflationsrate auf den relevanten Märkten.

Wir halten diese Einschätzung für nachvollziehbar. Auf dieser Grundlage reflektiert die angesetzte Wachstumsrate nach unserer Auffassung die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte in angemessener Höhe.

Für die relevanten Märkte ergibt sich auf Grundlage der Erwartungen des Internationalen Währungsfonds für das Jahr 2028 eine durchschnittliche (konsumorientierte) Inflationsrate von etwas mehr als 2 %. Nach unserer Einschätzung ist diese Größenordnung auch für noch weiter in der Zukunft liegende Zeiträume ebenfalls als plausibel anzusehen. Empirische Untersuchungen zeigen zudem, dass unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumsraten im Durchschnitt unter 2 % liegen.

Vor dem Hintergrund der vorstehend dargelegten Überlegungen halten wir die für die Bewertung von Vitesco Technologies angesetzte Wachstumsrate in Höhe von 1,75 % (vor persönlichen Steuern) für sachgerecht.

Bei Überleitung der Ergebniswachstumsrate (brutto) auf den Wachstumsabschlag (netto) hat der Bewertungsgutachter einen Abzug für persönliche Steuern vorgenommen. Er trägt damit dem Umstand Rechnung, dass die inflationsbedingten Wertsteigerungen bei ihrer Realisierung als Kursgewinne der Besteuerung unterliegen. Ausgehend von der Annahme langer Haltedauern hat er beim Abzug der persönlichen Steuern den hälftigen Nominalsteuersatz²²⁰ angesetzt. Das halten wir ebenfalls für sachgerecht.

Zusammenfassend halten wir den im Rahmen der Bewertung von Vitesco Technologies angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,52 % (nach persönlichen Steuern) für sachgerecht.

Soweit von Teilen der Literatur angeführt wird, dass das (durchschnittliche) Gewinnwachstum deutscher Unternehmen aufgrund statistischer Auswertungen deutlich höher anzusetzen sei, wird von diesen Quellen zumeist der oben beschriebene Zusammenhang zwischen Thesaurierungen und dadurch bedingten Wertsteigerungen verkannt.

Bei einem Vergleich des bei einer Unternehmensbewertung anzusetzenden Wachstumsabschlags mit dem statistisch ermittelten Gewinnwachstum von Unternehmen ist aber zu beachten, dass Unternehmen in der Praxis regelmäßig Thesaurierungen vornehmen, mit denen sie (Erweiterungs-)Investitionen finanzieren. Diese Investitionen erhöhen wiederum die zukünftigen Unternehmensgewinne. Das empirisch gemessene Gewinnwachstum umfasst daher sowohl inflationsbedingte als auch thesaurierungsbedingte Gewinnerhöhungen.

²²⁰ $26,375\% \cdot 50\% = 13,1875\%$.

Beim Ertragswertverfahren setzen sich die zu diskontierenden Netto-Einnahmen der Anteilseigner nachhaltig aus den Gewinnausschüttungen/Dividenden und dem Wertbeitrag aus Wertsteigerungen zusammen. Da der Wertbeitrag aus Wertsteigerungen das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate der Gewinnausschüttungen/Dividenden im Wesentlichen lediglich inflationsbedingte Werteffekte ab, die mit der unternehmensspezifischen Preissteigerung auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten des zu bewertenden Unternehmens einhergehen.

Im vorliegenden Bewertungsfall entspricht der angesetzte Wachstumsabschlag in Höhe von 1,75 % (brutto) bzw. 1,52 % (netto) nach dem von Tschöpel/Wiese/Willershausen²²¹ beschriebenen Zusammenhang

$$w = (1 - q) * R^{vSt} + q * \pi \text{ mit}$$

w	=	Gesamtwachstumsrate
q	=	Ausschüttungsquote
R^{vSt}	=	Verschuldete Eigenkapitalkosten vor Einkommensteuer
π	=	unternehmensspezifische Inflationsrate

einem nachhaltigen Gewinnwachstum der Vitesco-Gruppe von 5,9 %. Dieser Wert wäre für einen Vergleich mit dem durchschnittlichen Gewinnwachstum deutscher Unternehmen die geeignete Vergleichsgröße.

Der beschriebene Einfluss des thesaurierungsbedingten Wachstums wird in einem Beitrag,²²² der gezielt die Ursachen von Gewinnwachstum analysiert, bestätigt. Die Autoren kommen darüber hinaus in diesem Beitrag zu dem Ergebnis, dass das preisinduzierte Wachstum von Unternehmensgewinnen in Deutschland in einer Größenordnung von 0,0 % bis 1,5 % liegt. Damit liegt das erwartete Wachstum von 1,75 % (brutto) sogar über dieser Bandbreite.

Zur Einordnung des angesetzten Wachstumsabschlags ist darüber hinaus anzuführen, dass sich die in der Bewertungspraxis üblicherweise angesetzten und von der Rechtsprechung bestätigten Wachstumsabschläge nach unserer Analyse von Entscheidungen von Obergerichten bis dato in einer Bandbreite von 0,0 % bis 2,5 % bewegen.

Nach einer aktuellen Studie²²³ zur Analyse von 244 gesellschaftsrechtlich veranlassten Bewertungsgutachten mit Bewertungsstichtagen innerhalb eines Zeitraums von 2010 bis 2022 sank die durchschnittliche Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses in diesem Zeitraum von 1,31 % (2010) bis auf 0,80 % (2019) und ist bis 2022 wieder auf 1,25 % gestiegen. Der Median der Wachstumsraten ist – weitgehend parallel dazu – von 1,25 % (2010) bis auf 0,75 % (2016) gesunken und danach wieder auf 1,00 % angestiegen.

Prüfungsergebnis

Auf der Grundlage der dargestellten Überlegungen halten wir den für die Bewertung von Vitesco Technologies angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,52 % zusammenfassend für sachgerecht.

²²¹ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349 ff. und S. 405 ff.

²²² Schieszl/Bachmann/Amann, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Auflage, 2015, 3. Kapitel, Teil G.

²²³ Vgl. I-advice, a.a.O.

d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung von Vitesco Technologies

Zusammenfassend ergibt sich der für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 verwendete Kapitalisierungszinssatz wie folgt:

Vitesco Technologies Ableitung der Kapitalkosten %	Planung					Konvergenz		TV ab 2031
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönliche Einkommensteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	1,84%							
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor (verschuldet)	1,24	1,23	1,23	1,20	1,21	1,22	1,22	1,22
Risikozuschlag	7,14%	7,07%	7,05%	6,92%	6,95%	7,00%	7,02%	7,02%
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	8,98%	8,91%	8,89%	8,76%	8,79%	8,84%	8,86%	8,86%
Wachstumsabschlag								-1,52%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	8,98%	8,91%	8,89%	8,76%	8,79%	8,84%	8,86%	7,34%

Quellen: S&P Global, Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

4. Ableitung des Unternehmenswerts von Vitesco Technologies

a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von Vitesco Technologies

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von Vitesco Technologies zum 24. April 2024 ermittelt sich wie folgt:

Vitesco Technologies Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen € Mio.	Planung					Konvergenz		TV ab 2031
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresüberschuss	228,0	341,8	590,6	674,0	746,8	749,0	754,4	767,6
Ausschüttung	0,0	0,0	64,3	101,1	112,0	374,5	377,2	383,8
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	0,0	0,0	-17,0	-26,7	-29,5	-98,8	-99,5	-101,2
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	228,0	341,8	526,3	250,1	161,2	39,1	79,8	81,2
Thesaurierung mit fiktiver Hinzurechnung	0,0	0,0	0,0	322,8	473,5	335,4	297,4	302,6
Persönliche Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0,0	0,0	0,0	-42,6	-62,4	-44,2	-39,2	-39,9
Nettoeinnahmen	0,0	0,0	47,3	354,6	493,6	566,9	535,9	545,2
Kapitalkosten	8,98%	8,91%	8,89%	8,76%	8,79%	8,84%	8,86%	7,34%
Barwertfaktor	0,9176	0,9182	0,9184	0,9194	0,9192	0,9188	0,9186	13,6184
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	5.346,4	5.826,4	6.345,4	6.862,1	7.108,9	7.240,3	7.313,2	7.425,2
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2023	5.346,4							
Aufzinsungsfaktor		1,03						
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 24. April 2024	5.493,2							

Quellen: Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Darstellung.

b) Sonderwerte für die Bewertung von Vitesco Technologies

Nach Auskünften von Vitesco Technologies sind sämtliche Vermögensgegenstände und Schulden als betriebsnotwendig anzusehen.

Auch wir haben im Rahmen unserer Prüfung keine nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände oder Schulden identifiziert.

Die Immobilien von Vitesco Technologies werden ausschließlich betrieblich genutzt. Dementsprechend sind sie nach dem sogenannten funktionalen Abgrenzungskriterium sämtlich als betriebsnotwendig zu klassifizieren. Über das üblicherweise aus Repräsentationsgründen erforderliche Maß hinausgehende bzw. einen erheblichen Wert aufweisende Bestände an Kunst- oder sonstigen Ausstattungsgegenständen

haben wir nicht identifiziert. Zudem sind wir der Auffassung, dass aus den sich plangemäß²²⁴ zu den jeweiligen Bilanzstichtagen ergebenden Liquiditätsbeständen keine Mittel als nicht betriebsnotwendig separiert und gesondert angesetzt werden müssen.

Der Bewertungsgutachter hat für zwei Sachverhalte jeweils einen Sonderwert angesetzt. Dabei handelt es sich um nicht konsolidierte Beteiligungen (€ 23,1 Mio.) und steuerliche Verlustvorträge (€ 31,9 Mio.).

Die nicht konsolidierten Beteiligungen betreffen die Geschäftsanteile an der IAV GmbH Ingenieurgesellschaft, Berlin, und an der Vitesco Technologies Taiwan Co. Ltd., Taipeh/Taiwan. Der Bewertungsgutachter hat die Beteiligungen vereinfachend mit dem jeweils höheren Wert angesetzt, der sich bei einer Bewertung der Beteiligung mit ihrem Buchwert im Abschluss des jeweiligen Inhabers der Beteiligung bzw. bei einer Bewertung mit dem Buchwert des anteiligen Eigenkapitals der Beteiligung selbst, jeweils zum 31. Dezember 2023, ergibt.

Aus Vereinfachungsgründen hat der Bewertungsgutachter die nutzbaren vorhandenen Verlustvorträge,²²⁵ soweit sie nicht in der Steuerplanung von Vitesco Technologies berücksichtigt sind,²²⁶ mit dem Barwert der künftigen Steuerersparnisse in den jeweiligen Ländern als Sonderwert angesetzt.

Der Bewertungsgutachter hat diese Sonderwerte jeweils zum technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2023) ermittelt. Nach Aufzinsung auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (24. April 2024) ergibt sich aus den Sonderwerten ein Wertbeitrag von insgesamt € 56,5 Mio.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Ermittlung der Sonderwerte inhaltlich und rechnerisch ohne Beanstandungen abstimmen.

Prüfungsergebnis

Gesondert hinzuzusetzendes nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist uns im Verlauf unserer Prüfung nicht bekannt geworden. Der Bewertungsgutachter hat bei Ableitung des Unternehmenswerts von Vitesco Technologies dem Ertragswert in zutreffender Weise Sonderwerte von insgesamt € 56,5 Mio. hinzugefügt.

c) Unternehmenswert von Vitesco Technologies

Der Unternehmenswert von Vitesco Technologies zum Tag der Hauptversammlung, in der ihre Aktionäre über die geplante Verschmelzung von Vitesco Technologies auf Schaeffler Beschluss fassen sollen (Bewertungsstichtag; 24. April 2024) ergibt sich aus der Addition des Ertragswerts (€ 5.493,2 Mio.) und des Wertbeitrags aus Sonderwerten (€ 56,5 Mio.), in Summe also € 5.549,7 Mio. Das sind umgerechnet € 138,67 je Vitesco-Aktie.

²²⁴ Entsprechend der vom Bewertungsgutachter angepassten Liquiditätsplanung, die die plausiblen Annahmen zur Höhe der Mindestkasse beachtet.

²²⁵ Vgl. Abschnitt E.I.1.

²²⁶ Z.B. weil sie erst nach 2028 genutzt werden können.

d) Vergleich mit dem Liquidationswert von Vitesco Technologies

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von Vitesco Technologies nicht ermittelt.

Schließlich werde Vitesco Technologies fortgeführt. Zudem liege der Fortführungswert schon aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung.

Eine Berücksichtigung des Liquidationswerts von Vitesco Technologies scheidet im Übrigen bereits deshalb aus, weil die Planungsrechnung von Vitesco Technologies von einem signifikanten Wachstum der Umsatzerlöse auf Basis eines hohen zum Bewertungsstichtag vorhandenen Auftragsbestands bei gleichzeitiger signifikanten Margenausweitung bis auf das Niveau der Peer Group ausgehe und die geplante Rendite auf das eingesetzte Kapital ab dem Jahr 2026 über den Kapitalkosten liegen solle und somit davon auszugehen sei, dass die Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.

Wir haben diese Überlegungen verifiziert und halten es ebenfalls nicht für erforderlich, den Liquidationswert herzuleiten.

III. Bewertung von Vitesco Technologies mit dem Börsenkurs

Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wird die Schätzung des sogenannten „vollen wirklichen“ Werts im Allgemeinen mit Hilfe einer fundamentalen Unternehmensbewertung vorgenommen.²²⁷ Dieser ist nach den Grundsätzen des IDW S 1 im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung und der langjährigen Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen als objektiverer Unternehmenswert zu ermitteln.²²⁸

Eine aus Börsenkursen abgeleitete Marktkapitalisierung kann nach IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten dienen. Sie ersetzt nach IDW S 1 aber keine Unternehmensbewertung.

Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH zur Angemessenheit von Kompensationsleistungen bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen kann eine Bewertung unter Verwendung des Börsenkurses unter bestimmten Umständen eine Fundamentalbewertung ersetzen.²²⁹

Der Rückgriff auf Börsenkurse scheidet danach allerdings aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Es ist im Einzelfall zu prüfen, ob eine effektive Informationsverarbeitung durch den Markt vorliegt.

Auf der Grundlage von Kriterien, die die bislang vorliegende Rechtsprechung zur Frage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt²³⁰ entwickelt hat, und weiteren Vorschlägen, die sich aus der

²²⁷ Vgl. Abschnitt D.I.

²²⁸ Vgl. Abschnitt D.II.

²²⁹ Vgl. Abschnitt D.II.4

²³⁰ Das sind insbesondere der Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21 („TLG/WCM“), a.a.O., und die ihm zugrundeliegenden Beschlüsse des OLG Frankfurt am Main vom 26. April 2021, 21 W 139/19, openJur 2021, 18980, sowie des Landgerichts Frankfurt am Main vom 20. August 2019, 3-05 O 25/18, dejure; daneben unter anderem auch BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00 („DAT/Altana“), a.a.O., OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/110, openJur 2012, 137702, OLG München, Beschluss vom 11. Juli 2006, 31 Wx 041/05, dejure, OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 2. November 2006, 20 W 233/93, openJur 2012, 28184, Landgericht Frankfurt am Main, Beschluss vom 17. Januar 2006, 3-5 O 75/03, dejure.

rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Diskussion zu dieser Frage ergeben haben,²³¹ lassen sich folgende Indikatoren beziehungsweise Analysen für Zwecke einer Einschätzung der Relevanz des Börsenkurses ableiten:

- Analyse eines potenziellen Informationsgefälles zwischen Unternehmen und Marktteilnehmern
 - Vorliegen und Erfüllung von umfangreichen marktbezogenen Informationspflichten
 - Beobachtung durch externe Analysten und Güte der Prognosen im Vergleich zu den Erwartungen des Managements
- Analyse einer möglichen Kursverzerrung im Sinne einer Abkopplung der Entwicklung der Aktienkurse von der operativen Entwicklung des Unternehmens
 - Analyse der Aktienkurse über einen längeren Zeitraum mit einem Schwerpunkt hinsichtlich der Reaktion auf unternehmensbezogene Informationen
 - Analyse der Aktienkurse über einen längeren Zeitraum mit einem Schwerpunkt hinsichtlich des Vergleichs mit Markt- oder Branchenentwicklungen
- Analyse der Liquidität des Aktienhandels
 - Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV als nicht ausreichende Mindestanforderungen
 - Kriterien des Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 als nicht notwendigerweise zu erfüllende Maximalanforderungen
 - Aufnahme in Aktienindizes
 - Relative Höhe des Streubesitzes
 - Relatives Handelsvolumen
 - Absolutes Handelsvolumen
 - Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne)
- Eignung des originären Betafaktors für Zwecke der Unternehmensbewertung

Fraglich ist, für welchen Zeitraum die vorstehend genannten Kriterien analysiert werden müssten bzw. erfüllt sein sollten. Teilweise ist der Analysezeitraum vorgegeben.

Nach § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebV muss die bei Übernahme- und Pflichtangeboten anzubietende Gegenleistung für die Aktien einer Zielgesellschaft, deren Aktien zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs dieser Aktien während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots beziehungsweise der Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft²³² entsprechen.

Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV ist nicht der 3M-VWAP als Mindest-Gegenleistung anzubieten, wenn das kumulative Vorliegen bestimmter Negativkriterien des Börsenhandels festgestellt wird. In diesen Fällen hat die Höhe der Gegenleistung mindestens dem anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelten Wert des Unternehmens zu entsprechen, wenn Folgendes gilt:

- Während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung an weniger als einem Drittel der Börsentage Feststellung von Börsenkursen und
- Abweichen mehrerer nacheinander festgestellter Börsenkurse um mehr als fünf Prozent

²³¹ Z.B. Vorträge von Schumann, Vorsitzender Richter der 31. Kammer für Handelssachen am Landgericht Stuttgart, und von Ruthardt auf der 16. Internationalen Bewerterkonferenz der EACVA vom 30. November bis 1. Dezember 2023 in Berlin sowie die dort geführte Podiumsdiskussion zu diesem Thema.

²³² „3M-VWAP“.

Die Wertung des Gesetzgebers, dass bei Übernahme- und Pflichtangeboten nicht auf einen Stichtagskurs, sondern auf einem Durchschnittskurs abzustellen ist, ist darauf zurückzuführen, dass sich dadurch besser ausschließen lässt, dass außergewöhnliche Tagesausschläge oder sprunghafte Entwicklungen binnen weniger Tage, die sich nicht verfestigen, die Höhe des relevanten Börsenkurses beeinflussen. Bei einem Dreimonatszeitraum könne im Allgemeinen davon ausgegangen werden, dass Zufallseinflüsse und kurzfristige Verzerrungen in ausreichendem Umfang ausgeglichen werden. Bei einem längeren Zeitraum wäre hingegen die zeitliche Nähe zur Abgabe des Angebots nicht mehr gegeben.

Diese Wertung geht auf die Rechtsprechung des BGH zurück. Dieser hatte im Jahr 2001 in einem Beschluss zur Angemessenheit von Kompensationsmaßnahmen bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme²³³ entschieden, dass ein gegebenenfalls relevanter Börsenkurs als 3M-VWAP zu ermitteln ist. Der 3M-VWAP ist also auch bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen – und bei Verschmelzungen – als Repräsentant für den Börsenkurs zu ermitteln.

Wenn der durchschnittliche Börsenkurs für einen Dreimonatszeitraum zu ermitteln ist, dann liegt es nahe, dass sich die oben dargestellten Analysen zur Relevanz des Börsenkurses insbesondere auf diesen Zeitraum beziehen müssen. Bei einzelnen Kriterien halten wir es für sinnvoll, auch einen längeren Zeitraum zu analysieren, um belastbare Aussagen aus den Analysen ableiten zu können. Wir geben in der nachfolgenden Darstellung unserer Analyseergebnisse an, auf welchen Zeitraum wir uns jeweils beziehen.

Wenn also der durchschnittliche Börsenkurs für einen Dreimonatszeitraum zu ermitteln und in erster Linie auch für diesen Zeitraum Analysen zur Relevanz des Börsenkurses durchzuführen sind, stellt sich die Frage, wann dieser Dreimonatszeitraum endet.

Da die Verhältnisse der beteiligten Rechtsträger zum Zeitpunkt der Versammlung der Anteilhaber des übertragenden Rechtsträgers für die Bewertungen der Verschmelzungsparteien maßgeblich sind, wären eigentlich die Börsenkurse für die drei Monate vor dem Tag der Hauptversammlung von Vitesco Technologies, die über die geplante Verschmelzung beschließen soll, zu ermitteln. Ab dem Zeitpunkt der Ankündigung einer bevorstehenden Maßnahme sind die Börsenkurse allerdings regelmäßig von Abfindungsspekulationen oder anderen Faktoren²³⁴ beeinflusst und können deshalb nicht mehr für die Schätzung des Unternehmenswerts verwendet werden. In Abkehr von seiner vorherigen Rechtsprechung hat der BGH im Jahr 2010 entschieden, dass der maßgebliche Referenzzeitraum am Tag vor der Ankündigung einer Strukturmaßnahme endet.²³⁵

Es stellt sich also die Frage, wann die geplante Verschmelzung angekündigt worden ist. Am 9. Oktober 2023 hat Schaeffler im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung unter anderem die Absicht bekanntgegeben, im Anschluss an die Durchführung des mit der gleichen Mitteilung angekündigten Erwerbsangebots Vitesco Technologies als übertragenden Rechtsträger auf Schaeffler als übernehmenden Rechtsträger zu verschmelzen.²³⁶

²³³ BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00 („DAT/Altana“), a.a.O.

²³⁴ Bei einer Verschmelzung wären dies – bei einer analogen Betrachtung – Spekulationen zur Höhe des Umtauschverhältnisses.

²³⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09 („Stollwerck“), a.a.O.

²³⁶ Vgl. Abschnitt E.I.1.

Es stellt sich des Weiteren die Frage, ob diese Ankündigung geeignet war, die Börsenkurse von Vitesco Technologies und/oder Schaeffler zu beeinflussen, weil der Kapitalmarkt diese Maßnahme für wahrscheinlich gehalten hat.²³⁷

Die angekündigte Verschmelzung steht unter anderem unter dem Vorbehalt, dass auf den Hauptversammlungen der Verschmelzungsparteien zustimmende Beschlüsse mit der erforderlichen qualifizierten Mehrheit von mehr als 75 % der abgegebenen Stimmen gefasst werden.

Frau Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann und Herr Georg F.W. Schaeffler beherrschen gemeinsam Schaeffler. Sie hielten zum Zeitpunkt der Ankündigung der Verschmelzung indirekt mehr als 75 % der Schaeffler-Aktien und 100 % der Stimmrechte. Unter Berücksichtigung der späteren Umwandlung der Schaeffler-Vorzugsaktien in Stammaktien war sichergestellt, dass der Verschmelzungsbeschluss auf der Hauptversammlung von Schaeffler mit der erforderlichen qualifizierten Mehrheit gefasst werden könnte. Frau Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann und Herr Georg F.W. Schaeffler hielten zum Zeitpunkt der Ankündigung der Verschmelzung indirekt zudem bereits 49,94 % der Vitesco-Aktien und der Stimmrechte. Bereits bei einer Annahmquote von etwa 10 % und unter Zugrundelegung der Präsenz auf der ordentlichen Hauptversammlung 2023 von Vitesco Technologies von etwa 80 % könnten sie mit der erforderlichen qualifizierten Mehrheit den Verschmelzungsbeschluss auch bei Vitesco Technologies herbeiführen.²³⁸

Angesichts der angekündigten Gegenleistung von € 91,00 je Vitesco-Aktie, was einer Prämie von etwa 20 % auf den 3M-VWAP entspricht, und unter Berücksichtigung der der wahrscheinlichen Erfüllung aller Vollzugsbedingungen ist nach unserer Auffassung davon auszugehen, dass der Kapitalmarkt die Durchführung der geplanten Verschmelzung am 9. Oktober 2023 bereits für wahrscheinlich hielt.

Im Übrigen weisen wir darauf hin, dass der Börsenkurs von Vitesco Technologies und von Schaeffler durch die Bekanntmachung vom 9. Oktober 2023 auch unabhängig von der Frage, ob der Kapitalmarkt die geplante Verschmelzung für wahrscheinlich gehalten hat, bereits beeinflusst und verzerrt sein kann, da mit derselben Ankündigung auch die Abgabe eines Erwerbsangebots angekündigt worden ist.

Somit beginnt der maßgebliche Referenzzeitraum am 9. Juli 2023 und endet am 8. Oktober 2023.

Es stellt sich dann die Frage, wie der von der Rechtsprechung geforderte volumengewichtete Durchschnittskurs konkret zu ermitteln ist. Das beinhaltet zum einen die Frage, welche Kurse zu verwenden sind, und zum anderen die Frage, welche Handelsplätze dabei zu betrachten sind.

Die Tatsache, dass die Kurse volumengewichtet zu bestimmen sind, zeigt, dass nur die tatsächlichen Handelsumsätze, also die gehandelten Stücke mit den jeweiligen Ausführungskursen, zu betrachten sind.

Wie oben dargestellt ist der 3M-VWAP sowohl bei Strukturmaßnahmen als auch bei Übernahme- und Pflichtangeboten zu ermitteln. Während die Rechtsprechung zum 3M-VWAP bei Strukturmaßnahmen keinen belastbaren Hinweis darauf gibt, ob sämtliche Handelsplätze bei der Ermittlung zu berücksichtigen sind oder ob sich die Ermittlungen auf bestimmte Handelsplätze beschränken sollen, findet sich in § 5

²³⁷ Vgl. dazu OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 21. Dezember 2010, 5 W 15/10, openJur 2012, 33959.

²³⁸ Dies ist in der Angebotsunterlage vom 15. November 2023 auch so dargestellt.

Abs. 3 WpÜG-AngebV die Bestimmung, dass bei der Berechnung des 3M-VWAP nur die Umsätze an organisierten Märkten heranzuziehen sind.

Nach § 2 Abs. 7 WpÜG gelten als organisierte Märkte der regulierte Markt an einer Börse im Inland und bestimmte ausländische Märkte. Nach § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebV sind für die Berechnung des 3M-VWAP allerdings nur die inländischen Umsätze maßgeblich. Somit sind für die Berechnung des 3M-VWAP nur die inländischen Umsätze im regulierten Markt heranzuziehen. Als regulierter Markt gilt die Frankfurter Wertpapierbörse einschließlich des Handels im elektronischen Handelssystem XETRA.²³⁹ Bei allen anderen Börsenplätzen kann der Emittent eine Zulassung zum regulierten Markt beantragen.

Vitesco Technologies hat solche Anträge nicht gestellt. Demzufolge sind nur die Umsätze der Frankfurter Wertpapierbörse einschließlich des XETRA maßgeblich. Insgesamt wurden in dem maßgeblichen Zeitraum nach den Informationen der Frankfurter Wertpapierbörse 2.622.283 Vitesco-Aktien für insgesamt rund € 199,7 Mio. gehandelt. Als Ergebnis der Berechnungen ergibt sich ein 3M-VWAP in Höhe von € 76,17 (abgerundet). Aus einem uns vorgelegten Schreiben²⁴⁰ im Zusammenhang mit dem Erwerbsangebot ergibt sich, dass der ermittelte 3M-VWAP der Vitesco-Aktie zum maßgeblichen Stichtag 8. Oktober 2023 € 76,18 betrage. Aus Objektivierungsgründen verwendet der Bewertungsgutachter den mitgeteilten 3M-VWAP. Hochgerechnet ergibt sich daraus eine Marktkapitalisierung von Vitesco Technologies in Höhe von € 3.048,8 Mio.

Es ist im Folgenden zu untersuchen, ob sich der ermittelte 3M-VWAP in Höhe von € 76,18 je Vitesco-Aktie auf Grundlage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt gebildet hat und die sich daraus errechnende Marktkapitalisierung in Höhe von € 3.048,8 Mio. – der Auffassung des BGH in seiner jüngsten Rechtsprechung folgend – einen tauglichen Schätzer für den Unternehmenswert darstellt.

Zu diesem Zweck haben wir in einem ersten Schritt die folgenden, oben bereits genannten, Kriterien geprüft:

- Analyse eines potenziellen Informationsgefälles zwischen Unternehmen und Marktteilnehmern
 - Vorliegen und Erfüllung von umfangreichen marktbezogenen Informationspflichten
 - Beobachtung durch externe Analysten und Güte der Prognosen im Vergleich zu den Erwartungen des Managements
- Analyse einer möglichen Kursverzerrung im Sinne einer Abkopplung der Entwicklung der Aktienkurse von der operativen Entwicklung des Unternehmens
 - Analyse der Aktienkurse über einen längeren Zeitraum mit einem Schwerpunkt hinsichtlich der Reaktion auf unternehmensbezogene Informationen
 - Analyse der Aktienkurse über einen längeren Zeitraum mit einem Schwerpunkt hinsichtlich des Vergleichs mit Markt- oder Branchenentwicklungen

Als Unternehmen, dessen Aktien zum Handel im Prime Standard zugelassen sind, unterliegt Vitesco Technologies umfangreichen Informationspflichten, die über die Anforderungen des General Standard

²³⁹ Der Bewertungsgutachter weist darauf hin, dass Geschäfte, die im Freiverkehr getätigt werden, dementsgegen aber nach gerichtlichen Entscheidungen bei der Ableitung eines Dreimonatsdurchschnittskurses berücksichtigt werden. In diesem Zusammenhang merken wir an, dass die von ihm angeführten Entscheidungen jeweils einen Dreimonatsdurchschnittskurs betreffen, der für die Frage zu bestimmen war, ob der Börsenkurs als Desinvestitionspreis die Untergrenze einer Barabfindung bestimmt. Diese Fragestellung unterscheidet sich grundlegend von der Frage, ob der Börsenkurs für eine Ableitung des Unternehmenswerts geeignet ist. Im erstgenannten Fall genügen wesentlich geringere Anforderungen an die Liquidität des Aktienhandels. Im vorliegenden Fall halten wir es deshalb für zweckadäquat, ausschließlich auf die Handelsumsätze der Frankfurter Wertpapierbörse einschließlich des Handels im elektronischen Handelssystem XETRA abzustellen. Im Übrigen weisen wir darauf hin, dass die Aktien der Unternehmen in den entschiedenen Fällen ausschließlich im Freiverkehr gehandelt worden sind, so dass sich bei einer strengen Auslegung zur Frage des Börsenplatzes ein Dreimonatsdurchschnittskurs nicht hätte bestimmen lassen.

²⁴⁰ Mitteilung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main („BaFin“), vom 23. Oktober 2023.

hinausgehen und von der Frankfurter Wertpapierbörse als europaweit führend bezeichnet werden. Zu diesen Anforderungen gehören unter anderem eine Berichterstattung nach internationalen Rechnungslegungsstandards, die auch quartalsweise zu erfolgen hat, und die Pflicht, sogenannte Insiderinformationen so schnell wie möglich zu veröffentlichen (Ad-Hoc-Publizität). Im Zusammenhang mit unserer Prüfung haben wir keine Hinweise dafür erhalten, dass Vitesco Technologies seinen Informationspflichten nicht ordnungsgemäß nachgekommen ist.

Als Unternehmen, dessen Aktien nicht nur im Prime Standard gehandelt, sondern darüber hinaus auch Bestandteil eines wichtigen Aktienindexes wie dem MDAX bzw. dem SDAX sind, wird Vitesco Technologies von zahlreichen Analysten beobachtet. Vitesco Technologies gibt deren letzte Einschätzungen auf seiner Homepage wieder. Wir haben die Reports der Analysten daraufhin untersucht, ob die darin verarbeiteten Prognosen sich im Wesentlichen mit den Erwartungen des Managements decken. Dabei haben wir festgestellt, dass wesentliche Abweichungen nicht erkennbar sind.

Es ist allerdings einschränkend darauf hinzuweisen, dass die Güte der Prognosen bzw. der Grad der Übereinstimmung zwischen den externen Einschätzungen und der internen Planung mit wachsendem zeitlichen Abstand vom jeweiligen Analysezeitpunkt abnimmt und dass externe Prognosen zumeist nur für wenige Jahre vorliegen.

In den Bewertungsmodellen der Analysten werden mittel- und langfristige Veränderungen des Bewertungsobjekts zumeist nicht hinreichend berücksichtigt, da die unternehmensinternen Daten dazu nicht vorliegen. Gleichwohl sind die von Analysten mit Hilfe ihrer Bewertungsmodelle ermittelten Kursziele für viele Marktteilnehmer bei deren Investitionsentscheidungen von hoher Relevanz. Börsenkurse, die sich aus diesen Investitionsentscheidungen bilden, reflektieren somit oftmals nicht die internen Erwartungen des Managements. Aus diesem Grund postuliert der IDW S 1, dass eine Bewertung anhand des eigenen Börsenkurses ebenso wie eine Bewertung anhand von – aus Analystenschätzungen und den Kursen vergleichbarer Unternehmen abgeleitete – Börsenmultiplikatoren nur der Plausibilisierung von, aus den internen Daten abgeleiteten, fundamentalen Unternehmenswerten dienen kann.

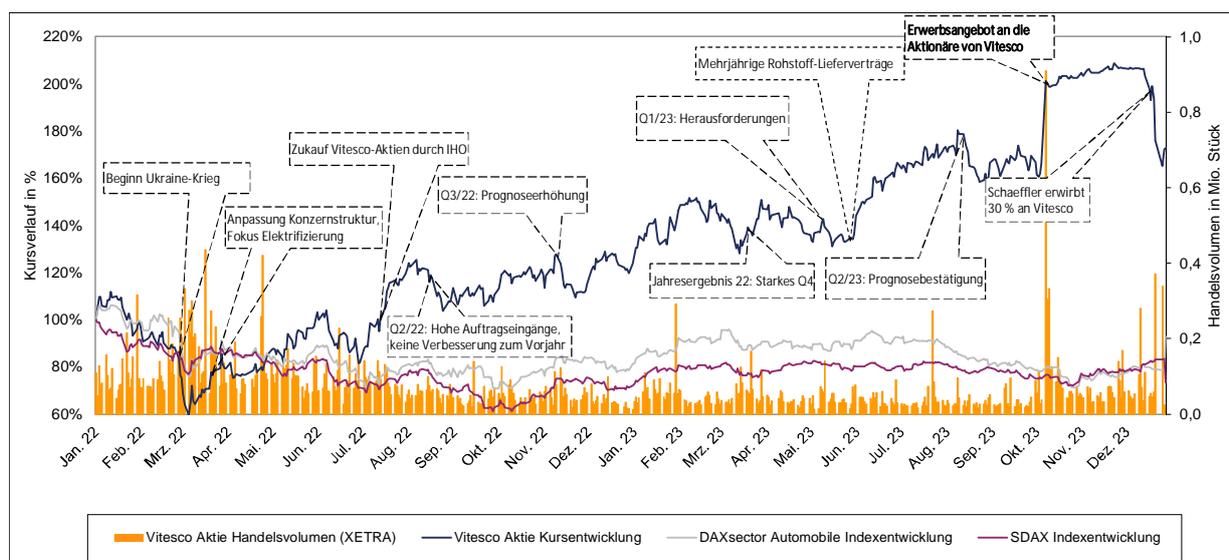
Als Ergebnis unserer Analyse der Broker-Reports zur Vitesco-Aktie stellen wir fest, dass in diesen die internen Erwartungen der näheren Zukunft zwar grundsätzlich abgebildet sind, dass aber die Veränderung des Geschäftsmodells von Vitesco Technologies in der mittleren bis langfristigen Sicht nicht hinreichend reflektiert ist.

Zusammenfassend ist allerdings davon auszugehen, dass eine effektive Informationsverarbeitung durch den Markt – von den genannten grundsätzlichen Einschränkungen abgesehen – möglich ist, da die genannten Negativ-Kriterien für die Analyse eines potenziellen Informationsgefälles nicht erfüllt werden.

Im Hinblick auf die Analyse einer möglichen Kursverzerrung hat der Bewertungsgutachter den Kursverlauf der Vitesco-Aktie über einen Zeitraum von zwei Jahren vor dem 9. Oktober 2023 analysiert und im Bewertungsgutachten auch grafisch dargestellt. Als Ergebnis seiner Analysen lässt sich festhalten, dass die Entwicklung des Kurses der Vitesco-Aktie durch die von ihm genannten Ereignisse erklärbar ist, und dass diese auch grundsätzlichen Trends der Vergleichsunternehmen folgt.

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters nachvollziehen können und um eigene Analysen ergänzt. Dabei haben wir zum einen untersucht, ob sich größere Kursveränderungen durch interne oder externe Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse von Vitesco Technologies bzw. der Kursziele von Analysten erklären lassen und ob sich zum anderen Kursveränderungen ergeben haben, wenn Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse von Vitesco Technologies bzw. der Kursziele von Analysten eine Veränderung der Kurse erwarten ließen.

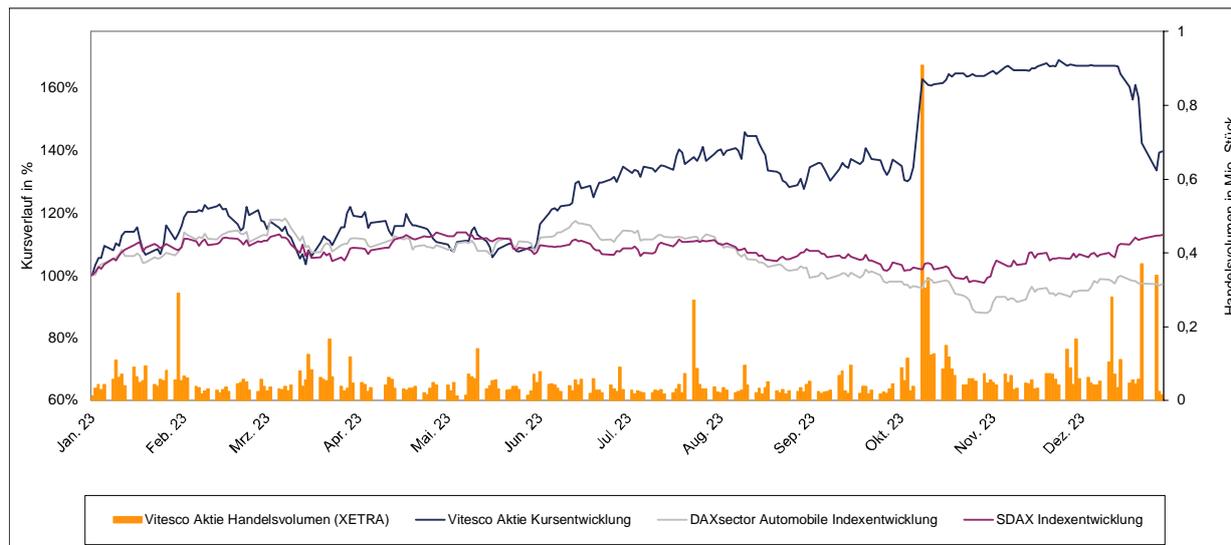
Für die Kalenderjahre 2022 und 2023 stellt sich die relative Entwicklung des Kurses der Vitesco-Aktie im Vergleich zu Referenzindizes und das tägliche Handelsvolumen der Vitesco-Aktie wie folgt dar:



Wie man in vorstehender Grafik erkennen kann, hat sich die Vitesco-Aktie Anfang 2022 weitgehend parallel zu den Vergleichsindizes entwickelt. Zu Jahresbeginn 2022 hatte die Vitesco-Aktie allerdings innerhalb von etwas mehr als drei Monaten bereits etwa ein Drittel gegenüber der ersten Notierung vom 16. September 2021 realisierten Ausgabepreis eingebüßt. Hinzu kamen erhebliche Kursverluste im Februar und März 2022, die die marktweiten Kursverluste, die sich nach Beginn des Ukraine-Krieges eingestellt hatten, deutlich übertrafen. Umso größer war deshalb das Aufholpotenzial, welches sich in der weiteren Folge auch in der Kursentwicklung manifestierte.

Neben diesen generellen Trends zeigt die Kursentwicklung an den Tagen des Bekanntwerdens der von uns angeführten weiteren Ereignisse in einigen Fällen auch eine erkennbare Reaktion des Aktienkurses auf das jeweilige Ereignis an. In anderen Fällen ist eine Reaktion nicht erkennbar. An dieser Stelle weisen wir darauf hin, dass ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen der Entwicklung eines Aktienkurses und dem Veröffentlichungsdatum eines Ereignisses nicht immer nachgewiesen werden kann. Das ist zum einen dadurch erklärbar, dass einzelne Informationen bzw. die operative Entwicklung schon vor einer Veröffentlichung vom Markt vorweggenommen werden. Zum anderen werden die spezifischen Entwicklungen auch von anderen Faktoren überlagert. Zudem sind an der Börse kurzfristige Verzerrungen aufgrund von Marktübertreibungen oder spekulativen Entwicklungen nicht auszuschließen.

In einer Darstellung, bei der wir den Betrachtungszeitraum auf das Kalenderjahr 2023 verkürzt haben, zeigen sich zwei mit Ereignissen erklärbare Effekte wesentlich deutlicher, wie die nachfolgende Grafik zeigt:



Im Jahr 2023 entwickelte sich der Kurs der Vitesco-Aktie weitgehend parallel zu den Vergleichsindizes, wobei die Schwankungen des Aktienkurses von Vitesco Technologies etwas höher waren.

Nachdem Vitesco Technologies am 31. Mai 2023 mitgeteilt hatte, sich über einen langfristigen Liefervertrag über Siliziumkarbid-Produkte Lieferkapazitäten im Wert von € 1,75 Mrd. gesichert zu haben und gemeinsam mit dem Lieferanten Investitionen in Fertigungskapazitäten zu tätigen, hat sich der Aktienkurs über mehrere Tage hinweg von der allgemeinen Marktentwicklung entkoppelt.

Die größte Abweichung von zwei Tageskursen ist für den 9. Oktober 2023 zu verzeichnen. Angesichts der Bekanntgabe, dass Schaeffler ein Erwerbsangebot über € 91,00 je Vitesco-Aktie abgeben werde, ist der Kurs sprunghaft auf dieses Niveau gestiegen und hat sich nachfolgend auf das Niveau des angepassten Angebotspreises über € 94,00 je Vitesco-Aktie eingependelt. Nachdem die Annahmefrist für das Angebot ausgelaufen war, ist der Aktienkurs von Vitesco Technologies zunächst wieder auf die Größenordnung zurückgegangen, die sich in den Monaten vor dem Angebot im Durchschnitt in etwa ergeben hatte.

Die vorstehend beschriebenen Ergebnisse unserer Analysen zu einer möglichen Entkoppelung des Aktienkurses von Vitesco Technologies lassen folgende Schlussfolgerungen zu:

- Keine Hinweise dafür, dass sich die Kurse der Vitesco Technologies-Aktie vor dem 9. Oktober 2023 von der Marktentwicklung abgekoppelt haben und deshalb verzerrt gewesen sein könnten
- Bestätigung dafür, dass der maßgebliche Referenzzeitraum für die Berechnung des 3M-VWAP vor dem 9. Oktober 2023 enden muss

Um festzustellen, ob sich der ermittelte 3M-VWAP auf Grundlage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt gebildet hat und die sich daraus errechnende Marktkapitalisierung einen tauglichen Schätzer für den Unternehmenswert darstellen könnte, haben wir – nach dem zuvor ausführlich dargestellten ersten Schritt unserer Überprüfung – in einem zweiten Schritt die Liquidität des Aktienhandels analysiert und dabei die folgenden, oben ebenfalls bereits genannten, Kriterien geprüft:

- Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV als nicht ausreichende Mindestanforderungen
- Kriterien des Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 als nicht notwendigerweise zu erfüllende Maximalanforderungen
- Aufnahme in Aktienindizes
- Relative Höhe des Streubesitzes
- Relatives Handelsvolumen
- Absolutes Handelsvolumen
- Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne)

In Bezug auf die Negativkriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV haben wir Folgendes festgestellt:

- Erforderlicher Handel an mindestens einem Drittel der Börsentage im Referenzzeitraum durch täglichen Handel erfüllt
- Mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse weichen im Referenzzeitraum nicht um mehr als fünf Prozent voneinander ab²⁴¹

Somit gelten die Kurse nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV als aussagekräftig.

Der Bewertungsgutachter hat den Betrachtungszeitraum zur Untersuchung dieser Kriterien zusätzlich auf zwei Jahre vor dem 9. Oktober 2023 ausgedehnt. Auch an den übrigen Tagen dieses längeren Zeitraums wurde die Vitesco-Aktie gehandelt. Kurssprünge waren Anfang März 2022 mit drei aufeinanderfolgenden Rückgängen von mehr als 5 %, gefolgt von zwei aufeinanderfolgenden Erhöhungen um mehr als 5 % zu verzeichnen. Diese Kurssprünge waren offensichtlich auf die Verunsicherungen der Märkte durch den Beginn des Ukraine-Krieges zurückzuführen und sind für den Handel der Schaeffler-Aktie ebenfalls zu beobachten. Im Übrigen waren wegen des täglichen Handels auch in diesem längeren Zeitraum die Negativkriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV nicht kumulativ erfüllt.

Da die vorgenannten Kriterien aus betriebswirtschaftlicher Sicht nicht ausreichend wären, den Aktienhandel als genügend liquide und deshalb aussagekräftig für eine Hochrechnung des Unternehmenswerts aus dem Kurs der einzelnen Aktie anzusehen, hat der Bewertungsgutachter weitere Liquiditätskriterien überprüft.

Den strengsten Maßstab legt dabei das OLG Frankfurt am Main in einem Fall an, bei dem Aktien einer Zielgesellschaft im Wege eines Übernahmeangebots gegen Aktien des Bieters getauscht werden sollten.²⁴² Insoweit ist der Sachverhalt ein anderer als der der Bestimmung des Umtauschverhältnisses bei einer Verschmelzung wie im vorliegenden Fall. Wirtschaftlich betrachtet handelt es sich allerdings um

²⁴¹ Die missverständliche Formulierung des Verordnungsgebers („mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse“) ist wie folgt zu verstehen: „Nach der BaFin ist das Schwankungskriterium erfüllt bei drei aufeinander folgenden Handelstagen mit Geschäften, wo der Tagesdurchschnitt der Preise von Tag 1 auf Tag 2 um mehr als 5 % abweicht und von Tag 2 auf Tag 3 ebenso“ (Noack/Zetzsche in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 5. Auflage, München 2020, § 31 WpÜG, Rz. 41). Wir bezeichnen diese – im Gegensatz zu Abweichungen von mehr als 5 % zwischen den Kursen zweier Handelstage – als „Kurssprünge“.

²⁴² Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 11. Januar 2021, WpÜG 1/20, openJur 2021, 5961.

eine sehr vergleichbare Fragestellung. Demzufolge hat der Bewertungsgutachter im Rahmen weitergehender Analysen auch die Kriterien überprüft, die vom OLG Frankfurt am Main in dem entschiedenen Fall als maßgeblich für die Liquidität einer Aktie angesehen worden sind. Er weist gleichzeitig aber darauf hin, dass diese im vorliegenden Fall nicht relevant wären. Angesichts der wirtschaftlich vergleichbaren Fragestellung erachten wir diese Prüfung zwar nicht als irrelevant, halten diese aber für eine Maximalanforderung, die nicht notwendigerweise zu erfüllen ist.

Das OLG Frankfurt am Main hat in diesem Beschluss den Liquiditätsbegriff des in diesem Fall einschlägigen § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG mit der Definition in Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 konkretisiert. Es weist darauf hin, dass in der Literatur auch weitere Ansätze vorgeschlagen werden. Ein weiterer Ansatz ist die Konkretisierung durch die Negativkriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV. Das Gericht sieht diesen – ebenso wie wir – als nicht ausreichende Mindestanforderung an. Schließlich weist das Gericht auf eine Auffassung hin, nach der eine Beurteilung im Einzelfall, also nicht nach schematischen Kriterien, vorgenommen werden soll. Es führt in diesem Zusammenhang eine zukunftsbezogene Betrachtung aus der Sicht eines objektiven Marktteilnehmers an.

Nach Auffassung des OLG Frankfurt am Main sprächen jedenfalls im entschiedenen Fall beachtliche Argumente für eine Heranziehung der Kriterien des Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006. Es prüft diese Kriterien aber nicht im Einzelnen, weil es im entschiedenen Fall bereits aufgrund anderer Argumente eine ausreichende Liquidität des Handels verneint.

Nach Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 verfügt eine Aktie, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen ist, dann über einen liquiden Markt, wenn folgende Bedingungen erfüllt sind:

- Täglicher Handel
- Streubesitz nicht weniger als € 500 Mio.
- Täglicher Handel durchschnittlich in mindestens 500 Geschäften oder mit einem Umsatz von durchschnittlich wenigstens € 2 Mio.

Wie oben bereits dargestellt, ist die Vitesco-Aktie im Referenzzeitraum täglich gehandelt worden. Die Marktkapitalisierung des Streubesitzes (Schlusskurse) beträgt im Durchschnitt dieses Zeitraums € 1.372,7 Mio. und zum letzten Börsentag des Referenzzeitraums (6. Oktober 2023) € 1.360,1 Mio. Sie liegt damit deutlich über der maßgeblichen Grenze. Im Referenzzeitraum wurde ein täglicher Umsatz in Vitesco-Aktien von durchschnittlich € 3,1 Mio. erzielt, was ebenfalls deutlich über der maßgeblichen Grenze liegt.

Somit ist der Handel mit Vitesco-Aktien im Referenzzeitraum auch nach den strengen Kriterien des Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 als liquide anzusehen.

Insofern erübrigt sich hinsichtlich der Vitesco-Aktie eigentlich eine weitere Prüfung nach anderen, von der Rechtsprechung oder der Literatur vorgeschlagenen Kriterien zur Überprüfung der Liquidität einer Aktie. Der Bewertungsgutachter hat gleichwohl weitere Argumente dafür angeführt, warum der Handel mit Vitesco-Aktien als liquide anzusehen ist.

Zusammenfassend ergeben sich die Analyseergebnisse für die zuvor nicht näher untersuchten Kriterien zur Überprüfung der Liquidität des Aktienhandels für die Vitesco-Aktie wie folgt:

- Aufnahme in Aktienindizes: die Vitesco-Aktie ist in einigen Aktienindizes enthalten,²⁴³ wobei die Aufnahme in den MDAX bzw. SDAX nach unserer Auffassung eindeutig als klare Erfüllung dieser Anforderung anzusehen ist
- Relative Höhe des Streubesitzes: die vom Bewertungsgutachter anhand der angeführten Rechtsprechung genannte Grenze des relativen Streubesitzes von 5,0 % ist mit durchschnittlich 45,1 % im Referenzzeitraum eindeutig erfüllt
- Relatives Handelsvolumen: die vom Bewertungsgutachter anhand der angeführten Rechtsprechung genannte Grenze des relativen täglichen Handelsvolumens von 0,018 % ist mit durchschnittlich 0,101 % im Referenzzeitraum eindeutig erfüllt
- Absolutes Handelsvolumen: der von der Rechtsprechung zur Aussagekraft originärer Betafaktoren häufiger genannte, weniger strenge Schwellenwert (T€ 115)²⁴⁴ ist mit täglichen Handelsumsätzen von T€ 1.257 bis T€ 21.037 eindeutig erfüllt
- Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne): die vom Bewertungsgutachter anhand der angeführten Rechtsprechung genannte Grenze von 1,0 % bzw. 1,25 % ist mit durchschnittlich 0,29 % im Referenzzeitraum, was auch dem Durchschnitt des SDAX entspricht, eindeutig erfüllt

Der Bewertungsgutachter hat den Betrachtungszeitraum der vorstehend aufgeführten Analysen zusätzlich auf zwei Jahre vor dem 9. Oktober 2023 ausgedehnt. Die Ergebnisse der Analysen für den Referenzzeitraum werden auch für diesen Zeitraum bestätigt. Er weist außerdem zutreffend darauf hin, dass aus ökonomischer Sicht von den vorstehend genannten Kriterien vor allem der Bid-Ask-Spread als Maß für die Transaktionskosten von Bedeutung ist.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass auch das zweite Kriterium zur Feststellung einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt (Liquidität des Aktienhandels) im vorliegenden Fall nicht dagegenspricht, den Börsenkurs als Schätzer für den Unternehmenswert zu verwenden.

Um festzustellen, ob sich der ermittelte 3M-VWAP auf Grundlage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt gebildet hat und die sich daraus errechnende Marktkapitalisierung einen tauglichen Schätzer für den Unternehmenswert darstellen könnte, haben wir uns – nach den zuvor ausführlich dargestellten beiden weiteren Schritten unserer Überprüfung – in einem letzten Schritt mit der Frage befasst, ob der originäre Betafaktor der Vitesco-Aktie als geeignet für Zwecke der Unternehmensbewertung anzusehen ist.

Wie oben dargestellt²⁴⁵ ist der Betafaktor, der sich aus dem Handel der Vitesco-Aktie ergibt, als geeignet anzusehen. Der Bewertungsgutachter hat für die Ermittlung des fundamentalen Unternehmenswerts von Vitesco Technologies einen unverschuldeten Betafaktor angesetzt, der diesem originären Betafaktor entspricht. Dabei seien zwar die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen berücksichtigt. Von höherer Bedeutung sei allerdings der originäre Betafaktor.

Somit bleibt festzuhalten, dass auch das dritte Kriterium zur Feststellung einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt (originärer Betafaktor geeignet für Zwecke der Unternehmensbewertung)

²⁴³ Vgl. Abschnitt E.I.1.

²⁴⁴ Nach Auffassung der Deutsche Börse AG ist eine Aktie hinreichend liquide, wenn der Orderbuchumsatz tagesdurchschnittlich mindestens € 2,5 Mio. beträgt. Selbst dieses Kriterium wird von der Vitesco-Aktie erfüllt, wie wir im Zusammenhang mit der Prüfung der Kriterien des Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 bereits dargestellt haben. Im Übrigen wurden im Referenzzeitraum insgesamt 2,6 Mio. Stücke gehandelt, was durchschnittlich 40,3 Tausend Aktien pro Handelstag entspricht.

²⁴⁵ Vgl. Abschnitt E.II.3.bcb).

im vorliegenden Fall nicht dagegenspricht, den Börsenkurs als Schätzer für den Unternehmenswert zu verwenden.

Im Fokus des jüngsten Beschlusses des BGH zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei der Bestimmung von angemessenen Kompensationsleistungen²⁴⁶ stand die Frage, ob eine Bewertung unter Verwendung des Börsenkurses unter bestimmten Umständen eine Fundamentalbewertung ersetzen kann, weil eine effektive Informationsverarbeitung durch den Markt vorliegt. Aus der bislang vorliegenden Rechtsprechung zu einer Verwendung von Börsenkursen,²⁴⁷ insbesondere bei Beschlüssen, die sich mit der Frage auseinandersetzen, ob der Börsenkurs als Desinvestitionspreis die Untergrenze einer Barabfindung bestimmt, wird der Börsenkurs dann nicht als relevant angesehen, wenn sich Hinweise auf Marktmanipulationen oder Insiderhandel ergeben haben.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir derartige Hinweise nicht erhalten. Wir weisen in diesem Zusammenhang darauf hin, dass eine positive Bestätigung, dass weder Marktmanipulationen noch Insiderhandel aufgetreten sind, eine forensische Prüfung erfordert. Die Angemessenheitsprüfung ist nicht als forensische Prüfung angelegt.

Zusammenfassend halten wir fest, dass wir auf der Grundlage von Kriterien, die die bislang vorliegende Rechtsprechung zur Frage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt entwickelt hat und weiteren Vorschlägen, die sich aus der rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Diskussion zu dieser Frage ergeben haben, keine Anhaltspunkte dafür gefunden haben, dass der 3M-VWAP der Vitesco-Aktie für den Zeitraum vor dem 9. Oktober 2023 (€ 76,18) nicht geeignet sein könnte, um aus einer Hochrechnung des Börsenkurses den Unternehmenswert von Vitesco Technologies abzuleiten. Der Unternehmenswert von Vitesco Technologies zum 9. Oktober 2023 beträgt nach dieser Bewertungsmethode € 3.048,8 Mio.

Maßgeblich ist aber nicht der Unternehmenswert zum 9. Oktober 2023, sondern der Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag (24. April 2024). Angesichts von denkbaren Verzerrungen des Börsenkurses durch die Ankündigung einer Maßnahme ist dieser nicht durch einen Dreimonatsdurchschnittskurs vor der Maßnahme zu bestimmen.²⁴⁸ Der BGH hat sich in dem Beschluss, in dem er erstmals – in Abkehr von den bis dahin geltenden Grundsätzen – diesen Zeitraum als maßgeblich angesehen hat, auch mit dieser Problematik befasst.²⁴⁹ Danach bedarf es einer Hochrechnung, 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 dem entschiedenen Fall hat der BGH einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten für einen längeren Zeitraum ausreichen lassen.

Im vorliegenden Fall liegt zwischen der Ankündigung der geplanten Verschmelzung und dem voraussichtlichen Tag der Hauptversammlung von Vitesco Technologies, die über die Verschmelzung Beschluss fassen soll, ein Zeitraum von sechs Monaten und 15 Tagen, also sechseinhalb Monaten. Fraglich ist, ob dieser Zeitraum bereits einen „längeren Zeitraum“ darstellt.

²⁴⁶ BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21 („TLG/WCM“), a.a.O.

²⁴⁷ Diese beziehen sich letztlich alle auf die Beschlüsse des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, a.a.O.) und des BGH (Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, a.a.O.) in Sachen DAT/Altana beziehen, in denen die Fragestellung der Marktmanipulationen und des Insiderhandels bereits thematisiert worden ist.

²⁴⁸ Siehe oben.

²⁴⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 in der Fassung des berichtigten Beschlusses vom 5. August 2010, II ZB 18/09 („Stollwerck“), a.a.O.

Zu der Frage, ob auch ein Zeitraum von weniger als siebeneinhalb Monaten einen „längeren Zeitraum“ im Sinne der Stollwerck-Entscheidung darstellen kann, wird in der Rechtsprechung und Literatur diskutiert. In einem Fachbeitrag aus dem Jahr 2021 werden der seinerzeitige Meinungsstand und die vorliegende Rechtsprechung der Instanzengerichte dargestellt.²⁵⁰ Danach lagen in den genannten Fällen bei Zeiträumen, die sechseinhalb Monate oder mehr umfassten, keine längeren Zeiträume vor. „Längere Zeiträume“ wurden nur in Fällen angenommen, die acht Monate und mehr umfassten.

Uns ist ebenfalls keine Entscheidung bekannt, auch nicht von Entscheidungen, die seit Redaktionsschluss des genannten Artikels ergangen sind, bei denen ein Zeitraum von sechseinhalb Monaten als „längerer Zeitraum“ angesehen worden ist.

Wenn man darüber hinaus berücksichtigt, dass die Zeitspanne in Verschmelzungsfällen, bei denen die Bewertung von zwei Unternehmen zu einer höheren Komplexität der Bewertung führt, länger anzusetzen ist als in den entschiedenen Fällen zu Ausschlüssen von Minderheitsaktionären,²⁵¹ ist eindeutig davon auszugehen, dass ein Zeitraum von sechseinhalb Monaten im vorliegenden Fall keinen „längeren Zeitraum“ darstellt. Eine Hochrechnung entsprechend der „allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung“ ist deshalb nicht vorzunehmen.

Der auf Grundlage einer Bewertung zum Börsenkurs ermittelte Unternehmenswert von Vitesco Technologies beträgt somit auch zum 24. April 2024 € 3.048,8 Mio.

IV. Plausibilisierung des Unternehmenswerts von Vitesco Technologies

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert von Vitesco Technologies zum 24. April 2024 auftragsgemäß auf Grundlage der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Neben dem objektivierten Unternehmenswert im Sinne des IDW S 1 hat er den Unternehmenswert von Vitesco Technologies auch unter Berücksichtigung anderer Bewertungsmethoden ermittelt.

Da Unternehmensbewertungen häufig nicht mehr als „Anhaltspunkte“ für eine Schätzung sein sollen, „weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind“,²⁵² könnte auch in der „normgeprägten“ Bewertung ein Paradigmenwechsel vom „theoretisch richtigen Wert“ hin zu einer „Bandbreite vertretbarer Werte“ erfolgen.²⁵³

Nach unserer Auffassung und in Übereinstimmung mit dem IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert im Allgemeinen und bei sachgerechtem Vorgehen den Ausgangspunkt dar, auf dessen Grundlage die Beurteilung erfolgen kann, ob Kompensationsleistungen für die Aufgabe oder Beeinträchtigung von Rechten aus Unternehmensbeteiligungen als angemessen anzusehen sind. Nach Auffassung des BGH kann der 3M-VWAP in bestimmten Fällen die geeignete Bewertungsmethode darstellen.

²⁵⁰ Vgl. Bungert/Becker, DB 2021, S. 940 ff.

²⁵¹ Vgl. Bungert/Becker, a.a.O.

²⁵² Vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. September 2011, I 20 W 6/08, AG 2012, S. 49 ff.

²⁵³ Vgl. Hüttemann in Fleischer/Hüttemann, a.a.O., Rz 1.76. m.w.N.

Da Börsenkurse oftmals zwar kurzfristige Anomalien aufweisen, mittel- bis langfristig im Allgemeinen aber um den inneren Wert des Unternehmens oszillieren sollten, lässt sich im Idealfall auf der Grundlage einer fundamentalen Bewertung und einer weiteren Bewertung anhand von Börsenkursen eine enge Bandbreite vertretbarer Werte ermitteln.

Im Rahmen der Ermittlung eines Marktwerts anhand der Börsenkurse hat der Bewertungsgutachter einen 3M-VWAP von € 76,18 je Vitesco-Aktie ermittelt. Nach umfassender Analyse der von der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung entwickelten Kriterien für die Aussagekraft dieses 3M-VWAP, die wir auf 13 Seiten ausführlich dargelegt haben, stellt der für die Vitesco-Aktie ermittelte 3M-VWAP einen geeigneten Ausgangspunkt für die Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses dar, wenn man der Rechtsprechung des BGH folgt.

Der Bewertungsgutachter hat einen objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 von € 138,67 je Vitesco-Aktie ermittelt. Wir haben die Bewertung nach IDW S 1, die zu einem Wert je Vitesco-Aktie von € 138,67 führt, umfassend geprüft und die Ergebnisse unserer Prüfung im Einzelnen auf weiteren 40 Seiten ausführlich dargestellt. Nach unserer Auffassung ist die vorgenommene Bewertung nach IDW S 1 sachgerecht vorgenommen worden und führt zu einem Unternehmenswert je Aktie, der bei der Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses verwendet werden kann.

Die Ergebnisse einer Bewertung vor persönlichen Steuern, welche der Bewertungsgutachter nach den DVFA-Empfehlungen vorgenommen hat, liegen mit € 127,76 je Vitesco-Aktie unter den Ergebnissen einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1.²⁵⁴

Sofern diese Wertermittlungen relevant sein sollten, ergäbe sich eine Bandbreite vertretbarer Werte von € 76,18 bis € 138,67 je Vitesco-Aktie. Diese Bandbreite ist nicht eng. Deshalb hat eine Plausibilisierung durch andere Bewertungsmethoden eine hohe Bedeutung. Insoweit ist es von Vorteil, dass der Bewertungsgutachter die Ergebnisse von weiteren Bewertungsmethoden ebenfalls umfassend herleitet.

Aus der ausführlich im Bewertungsgutachten hergeleiteten vergleichsorientierten Bewertung anhand der Multiplikator-Methode und unter Verwendung der Daten für vergleichbare börsennotierte Unternehmen ergibt sich eine Bandbreite von € 100,37 bis € 109,26 je Vitesco-Aktie. Die Untergrenze dieser Bandbreite liegt deutlich über dem 3M-VWAP der Vitesco-Aktie, die Obergrenze deutlich unter dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 je Vitesco-Aktie.

Unter Verwendung der Daten von vergleichbaren Transaktionen ergibt sich aus der vergleichsorientierten Bewertung anhand der Multiplikator-Methode eine Bandbreite von € 119,44 bis € 131,56 je Vitesco-Aktie. Die Untergrenze dieser Bandbreite liegt deutlich über dem 3M-VWAP der Vitesco-Aktie, die Obergrenze nur geringfügig unter dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 je Vitesco-Aktie. Der Bewertungsgutachter weist bei seiner ausführlichen Analyse allerdings auf mögliche Einschränkungen der Aussagekraft dieser Plausibilisierung hin.

²⁵⁴ Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die vereinfachende Überleitung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (7,00 %) auf die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (5,75 %) zwar mit der nachhaltigen Ausschüttungsquote (50 %) und dem Betafaktor des Markts (1,0) möglich ist, die genaueren Bewertungsmodelle aber mit den sich im Verlauf der Detailplanung ändernden Ausschüttungsquoten und den individuellen Betafaktoren der Bewertungsobjekte rechnen.

Eine weitere Plausibilisierung ließe sich mit den im Vorfeld der Ankündigung veröffentlichten Kurszielen durchführen. Im Jahr 2023 haben Analysten Kursziele zwischen € 65,00 und € 113,00 für die Vitesco-Aktie veröffentlicht. Der untere Rand dieser Bandbreite liegt sogar unterhalb des 3M-VWAP, der obere unterhalb des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1. Hinsichtlich der Kursziele als Plausibilisierungsmaßstab sind relativierend zwei Punkte anzuführen. Zum einen werden in den Bewertungsmodellen der Analysten mittel- und langfristige Veränderungen des Bewertungsobjekts zumeist nicht hinreichend berücksichtigt, da die unternehmensinternen Daten dazu nicht vorliegen. Zum anderen ist nicht auszuschließen, dass auch Analysten ein sogenanntes Herdenverhalten an den Tag legen. Es ist nach unserer Einschätzung unwahrscheinlich, dass einzelne Analysten mit ihren Kurszielen wesentlich von aktuellen Notierungen und den übrigen Analystenschätzungen abweichen.

Auch die Ergebnisse von Werthaltigkeitsüberprüfungen ließen sich für Plausibilisierungszwecke nutzen. Diesem Ansatz liegt der Gedanke zugrunde, dass diese Überprüfungen im Rahmen der Konzernabschlussprüfung von Wirtschaftsprüfern verifiziert werden und diese eine zu ambitionierte Planung nicht akzeptieren würden. Aus den Werthaltigkeitsüberprüfungen für den 31. Dezember 2023 ergibt sich ein Wert je Vitesco-Aktie in Höhe von € 107,09. Dieser liegt aufgrund der in Teilen abweichenden Normierungen der Bewertungsvorschriften nach IFRS und wegen einer tendenziell eher vorsichtigen Parametrisierung zwar unterhalb des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1, aber deutlich über dem 3M-VWAP.

Schließlich lassen sich die Bewertungsergebnisse auch mit der Kommunikation im Zusammenhang mit dem Erwerbsangebot plausibilisieren. Vorstand und Aufsichtsrat von Vitesco Technologies hielten eine Gegenleistung in Höhe von € 94,00 je Vitesco-Aktie für nicht angemessen. Sie stützten sich in ihrer gemeinsamen Stellungnahme unter anderem auf Inadequacy Opinions von verschiedenen Investmentbanken. Sie wiesen zudem darauf hin, dass das Erwerbsangebot im seinerzeitigen Marktumfeld gleichwohl eine potenziell attraktive Ausstiegsmöglichkeit für risikoaverse oder kurzfristig orientierte Anleger darstellen könnte, auch wenn die angebotene Barggegenleistung den langfristigen Wert des Unternehmens nicht angemessen widerspiegeln.²⁵⁵ Diesbezüglich haben wir Unterlagen zur Bewertung seitens der Investmentbanken eingesehen, aus denen sich ein Wert je Vitesco-Aktie ergibt, der deutlich über dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 liegt.

Eine Vielzahl der Anleger hielt die Gegenleistung vor dem Hintergrund der Börsenbewertung offensichtlich für eine attraktive Ausstiegsmöglichkeit und hat das Angebot angenommen. Wir gehen davon aus, dass die verbliebenen Anleger der Auffassung waren, dass die Gegenleistung (€ 94,00) den langfristigen Wert des Unternehmens nicht angemessen widerspiegelt, was dann für den 3M-VWAP (€ 76,18) erst recht gelten sollte.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass eine umfassende Plausibilisierung zu keinem eindeutigen Ergebnis kommt. Nach unserer Auffassung sprechen mehr Gründe dafür, dass der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 eine taugliche Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswerts von Vitesco Technologies darstellt. Als Ergebnis unserer umfassenden Prüfung scheint die Börsenbewertung die Potenziale von Vitesco Technologies, die uns nachvollziehbar dargelegt worden sind, zu unterschätzen.

²⁵⁵ Vgl. Abschnitt E.I.1.

Wir vermuten eine Ursache darin, dass der Kapitalmarkt nicht ausreichend zwischen den Unternehmen der Branche differenziert. So haben einige deutsche Wettbewerber in jüngerer Zeit ankündigen müssen, dass sie Maßnahmen unternehmen müssen, um ihre künftige Profitabilität zu sichern. Zudem werden deutsche Automobilhersteller seit einiger Zeit mit sehr geringen Multiplikatoren bewertet. Der Markt scheint die Erwartung zu haben, dass die deutschen Hersteller ihre Marktmacht verlieren, weil sie die Chancen aus der Elektrifizierung nicht ausreichend nutzen. Für Vitesco Technologies würde eine solche Entwicklung die Erwartungen zwar auch beeinträchtigen. Angesichts der breiten Kundenbasis würde eine solche Entwicklung aber ausgeglichen werden können.

V. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung von Vitesco Technologies

Bei der Bewertung von Vitesco Technologies haben sich keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 12 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 UmwG ergeben.

F. Prüfungsfeststellungen zum Unternehmenswert der Schaeffler (stand alone)

I. Bewertungsobjekt Schaeffler

1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse von Schaeffler

Die Schaeffler AG hat ihren Sitz in Herzogenaurach und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Fürth unter HRB 14738 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Industriestraße 1-3, 91074 Herzogenaurach.

Die Satzung von Schaeffler wurde durch Beschluss der Hauptversammlung vom 20. April 2023 dahingehend geändert, dass die Hauptversammlung bis zum 20. April 2028 auch ohne physische Präsenz der Aktionäre oder ihrer Bevollmächtigten am Ort der Hauptversammlung abgehalten werden kann (virtuelle Hauptversammlung).

Der Gegenstand des Unternehmens ist in § 2 der Satzung umfassend definiert. Nach § 2.1 der Satzung ist Gegenstand des Unternehmens

- (a) die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von Komponenten, Bauteilen, Systemen und Software sowie die Entwicklung und Erbringung von analogen und digitalen Dienstleistungen für Automobilhersteller, andere Industriekunden und sonstige Kunden,
- (b) der Handel mit solchen Erzeugnissen, sowie
- (c) die Herstellung oder Beschaffung von Komponenten, Rohstoffen oder Teilen, die für die Herstellung der unter (a) genannten Erzeugnisse benötigt werden.“

Das Geschäftsjahr von Schaeffler entspricht dem Kalenderjahr.

Das voll eingezahlte Grundkapital von Schaeffler beträgt € 666.000.000,00 und ist in 500.000.000 auf den Inhaber lautende Stammaktien²⁵⁶ und 166.000.000 auf den Inhaber lautende stimmrechtslose Vorzugsaktien²⁵⁷ eingeteilt. Nach § 22.2 (b) der Satzung in der Fassung vom 20. April 2023 erhält jede Vorzugsaktie eine Vorzugsdividende in Höhe von € 0,01.

Im Rahmen des beabsichtigten Unternehmenszusammenschlusses haben am 2. Februar 2024 die Stammaktionäre von Schaeffler in einer außerordentlichen Hauptversammlung und die Vorzugsaktionäre von Schaeffler in einer gesonderten Versammlung der Vorzugsaktionäre beschlossen, die Vorzugsaktien ohne Stimmrecht unter Aufhebung des Gewinnvorzugs in Stammaktien mit Stimmrecht zu einem Verhältnis 1:1 umzuwandeln.²⁵⁸

Im Rahmen des Beschlusses über die Änderung der Aktiengattungen wurde der Vorstand von Schaeffler angewiesen, die zur Änderung der Aktiengattungen beschlossenen Satzungsänderungen erst zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden, wenn eine gesondert abzuhaltende Hauptversammlung der Schaeffler-Stammaktionäre dem Verschmelzungsvertrag zugestimmt hat und die Anmeldung der beschlossenen Satzungsänderungen auf die vorherige oder zeitgleiche Eintragung der geplanten Verschmelzung in das Handelsregister von Schaeffler zu bedingen. Die zur Änderung der Aktiengattungen

²⁵⁶ „Schaeffler-Stammaktie (n)“.

²⁵⁷ „Schaeffler-Vorzugsaktie (n)“; Schaeffler-Stammaktie (n) bzw. Schaeffler-Vorzugsaktie (n) gemeinsam auch „Schaeffler-Aktie (n)“, soweit eine Unterscheidung nicht erforderlich ist.

²⁵⁸ „Änderung der Aktiengattungen“.

beschlossenen Satzungsänderungen sind dementsprechend noch nicht zur Eintragung in das Handelsregister angemeldet.

Die Schaeffler-Aktien haben keinen Nennbetrag. Auf jede Stückaktie entfällt rechnerisch ein Anteil am Grundkapital von € 1,00. Nach den Angaben im Verschmelzungsbericht hält Schaeffler keine eigenen Aktien.

Der Vorstand von Schaeffler ist ermächtigt, das Grundkapital zu erhöhen (genehmigtes Kapital). Das bedingte Kapital wurde durch den Beschluss über die Änderung der Aktiengattungen aufgehoben und soll in der Satzung aufschiebend bedingt auf die Erfüllung der Eintragungsbedingungen der Änderung der Aktiengattungen gestrichen werden. Das genehmigte Kapital steht damit zukünftig nicht mehr zur Verfügung.

Nach den vorliegenden Stimmrechtsmitteilungen hält die IHO Verwaltungs GmbH sämtliche Schaeffler-Stammaktien. 20.247.621 Schaeffler-Vorzugsaktien²⁵⁹ werden von der IHO Beteiligungs GmbH gehalten. Damit sind sämtliche Stammaktien und insgesamt 520.247.621 Schaeffler-Aktien Frau Maria-Elisabeth Schaeffler-Thumann und Herrn Georg F.W. Schaeffler zuzurechnen.²⁶⁰ Die zuzurechnenden Schaeffler-Aktien entsprechen einer Beteiligung von 78,11 % am Grundkapital von Schaeffler. Die übrigen 145.752.379 Schaeffler-Vorzugsaktien befinden sich angabegemäß im Streubesitz.

Die Schaeffler-Vorzugsaktien (ISIN DE000SHA0159017) sind seit dem 9. Oktober 2015 zum Handel im regulierten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen. Sie werden demzufolge auch auf der elektronischen Handelsplattform Xetra gehandelt. Ferner werden die Aktien in den Handel im Freiverkehr aller deutschen Wertpapierbörsen und auch einiger weiterer europäischer Wertpapierbörsen einbezogen. Als elektronische Handelsplattformen werden auch Quotrix und gettex genutzt. Die Schaeffler-Stammaktien sind bisher nicht zum Börsenhandel zugelassen.

Als Folge des Wirksamwerdens des Beschlusses über die Änderung der Aktiengattungen erlischt die bisherige Börsennotierung der Schaeffler-Vorzugsaktien, so dass diese künftig nicht mehr an Börsen gehandelt werden können. Es ist jedoch vorgesehen, stattdessen die Zulassung sämtlicher Schaeffler-Stammaktien – einschließlich der infolge des Beschlusses über die Änderung der Aktiengattungen sowie der Kapitalerhöhung im Rahmen der geplanten Verschmelzung entstehenden „neuen“ Stammaktien – zum Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Zulassung im Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) zu erwirken.

Die Schaeffler-Vorzugsaktien sind unter anderem in den Aktienindizes CDAX und SDAX sowie dem Branchen-Index DAXsector Automobile enthalten.

Die Schaeffler AG selbst ist eine reine Management-Holding. Sie verwirklicht ihren Unternehmensgegenstand durch Tochterunternehmen, die unter ihrer einheitlichen Leitung zusammengefasst sind. In diesem

²⁵⁹ In dem Beschluss wurde der Vorstand der Schaeffler AG angewiesen, die Änderung der Aktiengattung erst zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden, wenn eine gesondert abzuhaltende Hauptversammlung der Schaeffler AG einem Verschmelzungsvertrag der Gesellschaft mit der Vitesco Technologies Aktiengesellschaft als dem übertragenden Rechtsträger zugestimmt hat. Die Anmeldung der Änderung der Aktiengattung ist auf die vorherige oder zeitgleiche Eintragung der Verschmelzung der Vitesco Technologies Aktiengesellschaft auf die Schaeffler AG in das Handelsregister der Schaeffler AG zu bedingen.

²⁶⁰ Vgl. Abschnitt E.I.1, in dem die Beteiligungsverhältnisse an Vitesco Technologies und Schaeffler auch grafisch dargestellt sind.

Zusammenhang erbringt die Schaeffler AG Leistungen in den Bereichen Öffentlichkeitsarbeit, Treasury, Rechtsberatung, Steuerberatung, Compliance, Personalwesen, Interne Revision, Qualitätsmanagement und Geschäftsführung. Das operative Geschäft wird von den 177 in- und ausländischen vollkonsolidierten Tochterunternehmen ausgeübt. Es bestehen darüber hinaus auch Beteiligungen an Gemeinschaftsunternehmen und assoziierten Unternehmen sowie weitere Beteiligungen. Der Bewertungsgutachter verweist in diesem Zusammenhang auf die Liste des Anteilsbesitzes im Konzernanhang. Die Darstellung in einem Organigramm erachtet er aufgrund der Komplexität der Konzernstruktur als nicht zielführend.

Die Schaeffler AG ist Organträgerin eines Organkreises, in dem alle wesentlichen deutschen Kapitalgesellschaften enthalten sind.

Zum 31. Dezember 2023 sind nennenswerte nutzbare steuerliche Verlustvorträge nur in Deutschland vorhanden. Die Schaeffler AG verfügt über einen Verlustvortrag von € 537,5 Mio. hinsichtlich der Körperschaftsteuer bzw. von € 388,1 Mio. hinsichtlich der Gewerbesteuer.

Die Schaeffler AG verfügt über ein steuerliches Einlagekonto, welches sich zum 31. Dezember 2023 auf € 2.630,0 Mio. beläuft. Im Planungszeitraum können allerdings keine steuerfreien Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto geleistet werden, da in allen Planjahren ein sogenannter ausschüttbarer Gewinn im Sinne des § 27 KStG entstehen wird und Ausschüttungen somit der Abgeltungsteuer unterliegen werden.

2. Wirtschaftliche Grundlagen von Schaeffler

a) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie von Schaeffler

Die Unternehmensgeschichte von Schaeffler geht auf das Jahr 1946 zurück und ist von kontinuierlicher Expansion, strategischen Übernahmen und einer starken internationalen Präsenz geprägt. Als Meilensteine der Historie sind aus unserer Sicht die Entwicklung des Nadelkäfigs für Nagellager durch Herrn Georg Schaeffler in den 1950er Jahren sowie die Übernahme des Konkurrenten FAG Kugelfischer Georg Schäfer AG im Jahr 2001 anzusehen.

Im Zuge einer gestaffelten Akquisition hat die IHO eine wesentliche Beteiligung an der Continental AG (46,0 %) aufgebaut. Im Zusammenhang mit der geplanten Verschmelzung hat Schaeffler eine eigene Beteiligung von 38,87 % an Vitesco Technologies, die von der Continental AG im Jahr 2021 abgespalten worden war, aufgebaut.²⁶¹

Die Schaeffler-Gruppe ist heute ein weltweit tätiger Automobil- und Industrielieferer, der sich selbst als „Motion Technology Company“ bezeichnet. Mit seinen rund 81.300 Mitarbeitern²⁶² entwickelt und produziert Schaeffler Komponenten und Systeme für Antriebsstränge und Fahrwerke sowie Wälz- und Gleitlagerlösungen für eine Vielzahl von Industrieanwendungen. Zudem erbringt das Unternehmen Services für die genannten Bereiche und bietet Reparaturlösungen in Erstausrüsterqualität für den weltweiten automobilen Ersatzteilmarkt an.

²⁶¹ Vgl. Abschnitt E.I.1.

²⁶² FTE (Full-Time-Equivalent = Vollzeitäquivalent); 31. Dezember 2023.

Schaeffler ist weltweit an über 200 Standorten mit 82 Werken und 20 Forschungs- und Entwicklungszentren sowie weiteren Standorten für die Forschung und Entwicklung in 25 Ländern vertreten und verfügt darüber hinaus über ein enges Vertriebs- und Servicenetz. Die Umsatzerlöse des Geschäftsjahres 2023 (€ 16.313 Mio.) entfallen zu 44,3 % auf die Region Europa²⁶³ mit Deutschland als größtem Absatzmarkt in der Region, zu 21,9 % auf die Region Americas,²⁶⁴ zu 20,6 % auf die Region Greater China²⁶⁵ und zu 13,3 % auf die Region Asien/Pazifik.²⁶⁶

Die Schaeffler-Gruppe ist durch eine dreidimensionale Organisations- und Führungsstruktur geprägt. Neben den dargestellten vier Regionen und einer weiteren Aufteilung nach fünf Funktionen differenziert Schaeffler nach den drei Sparten Automotive Technologies, Automotive Aftermarket und Industrial. Dabei wird das Geschäft nach den Sparten gesteuert, die auch die berichtspflichtigen Segmente darstellen.

Die Sparte Automotive Technologies lässt sich nach verschiedenen Kriterien wie folgt charakterisieren:

- Kennzahlen der gesamten Sparte für das Geschäftsjahr 2023:²⁶⁷ Umsatzerlöse € 9.772 Mio., bereinigtes EBIT € 435 Mio.
- Vor dem Zusammenschluss kommunizierte Mittelfristziele 2025:²⁶⁸
 - Währungsbereinigtes Umsatzwachstum im Durchschnitt (2023 bis 2025) 2 bis 5 Prozentpunkte über dem Wachstum der globalen Automobilproduktion
 - Bereinigte EBIT-Marge 4 % bis 6 %
- Geschäftsmodell und strategischer Fokus:
 - Elektrifizierung des Antriebsstrangs mittels Entwicklung neuer Geschäftsfelder und Implementierung von wettbewerbsfähigen Kostenstrukturen („Schaeffler Vision Powertrain“)
 - Entwicklung von Lösungen zur Bedienung der künftig hohen Nachfrage bei hochautomatisiertem und teilautomatisiertem Fahren („Schaeffler Vision Automated Vehicle“)
- Kundenbasis: alle großen globalen Automobilhersteller sowie Zulieferer der Automobilindustrie, daneben Belieferung der Sparte Aftermarket mit Ersatzteilen und Leistung von Services über den gesamten Lebenszyklus der Fahrzeuge
- Unternehmensbereiche mit Produktgruppen:
 - Motor- & Getriebesysteme (ausgereiftes Geschäftsfeld mit antriebsstrangspezifischen Produkten und Umsatzerlösen von € 5.306 Mio.): Komponenten und Subsysteme für Motor und Getriebe von Pkw und Nutzfahrzeugen sowohl mit hybridem als auch mit konventionellem (rein verbrennungsmotorischen) Antrieb, wie insbesondere Drehmomentwandler, Hybriddämpfer, Kupplungen, variable Ventiltriebssysteme, Ventilspielausgleichselemente, Ausgleichswellen, Systeme zur Nockenwellenverstellung, Steuertriebe und Nebenaggregatgetriebe
 - Lager (ausgereiftes Geschäftsfeld mit antriebsstrangunabhängigen Produkten und Umsatzerlösen von € 2.697 Mio.): Wälzlager wie Radlager, Kugellager und Nadellager, welche Anwendung insbesondere in Motoren und Getrieben, beim elektrifizierten System der E-Achsen, bei Hybrid-Modulen und auch in Lenkungen und Nebenaggregaten finden
 - E-Mobilität (neues Geschäftsfeld mit antriebsstrangspezifischen Produkten und Umsatzerlösen von € 1.312 Mio.): mechanische, mechatronische und elektronische Komponenten und Systeme für alle Arten der Elektrifizierung des Antriebsstrangs (Mild-Hybride, Plug-In-Hybride und rein elektrisch angetriebene Pkw und Nutzfahrzeuge), wie insbesondere Elektromotoren, E-Achsgeltriebe, elektrische Achsantriebe, Leistungselektronik, Hybridmodule, elektromechanische und

²⁶³ Mit den Subregionen Deutschland, Westeuropa, Mittlerer Osten & Afrika sowie Zentral- & Osteuropa.

²⁶⁴ Mit den Subregionen U.S. & Kanada, Südamerika und Mexiko.

²⁶⁵ Festlandchina, Taiwan, Hongkong und Macao.

²⁶⁶ Mit den Subregionen Südkorea, Japan, Süd-Ost-Asien und Indien.

²⁶⁷ Die nachfolgend angegebenen Kennzahlen betreffen ebenfalls das Geschäftsjahr 2023.

²⁶⁸ Im Zuge des Unternehmenszusammenschlusses mit Vitesco Technologies werden diese als nicht weiter zutreffend angesehen. In der Planung ist der Zusammenschluss allerdings noch nicht berücksichtigt.

hydraulische Aktuatoren, Schlüsselkomponenten für Brennstoffzellen sowie Thermomanagementmodule

- Fahrwerksysteme (neues Geschäftsfeld mit antriebsstrangunabhängigen Produkten und Umsatzerlösen von € 457 Mio.): mechanische Komponenten und mechatronische Systeme für Lenkungen und andere Fahrwerksanwendungen bis hin zu autonomen Mobilitätskonzepten, wie insbesondere das Steer-by-Wire-System „Space Drive“, Wankstabilisatoren und Hinterachslenkungen

Die Sparte Automotive Aftermarket lässt sich nach verschiedenen Kriterien wie folgt charakterisieren:

- Kennzahlen der gesamten Sparte für das Geschäftsjahr 2023:²⁶⁹ Umsatzerlöse € 2.253 Mio., bereinigtes EBIT € 367 Mio.
- Vor dem Zusammenschluss kommunizierte Mittelfristziele 2025:²⁷⁰
 - Währungsbereinigtes Umsatzwachstum im Durchschnitt (2023 bis 2025) auf der Höhe des Wachstums der globalen Wirtschaftsleistung
 - Bereinigte EBIT-Marge 13 % bis 15 %
- Geschäftsmodell und strategischer Fokus: weltweites Ersatzteilgeschäft für Pkw und Nutzfahrzeuge, wobei das Steuerungsmodell auf einem regionalen Ansatz basiert
- Regionale Aufteilung: Europa 66,4 %, Americas 21,2 %, Greater China 6,2 %, Asien/Pazifik 6,2 %
- Kundenbasis:
 - Original Equipment Service:²⁷¹ Belieferung von Fahrzeugherstellern und autorisierten Werkstätten mit Originalersatzteilen
 - Independent Aftermarket:²⁷² Versorgung von freien, unabhängigen Werkstätten mit Komponenten, Reparaturlösungen und Services
- Vertriebskanäle:
 - Globales Netzwerk von Großhändlern, die oft in Handelskooperationen organisiert sind
 - Zunehmende Bedeutung des Online-Vertriebs an Einzelhändler mit aktuell zwei bedeutenden Plattformen, die vorrangig in Indien bzw. China genutzt werden

Die Sparte Industrial lässt sich nach verschiedenen Kriterien wie folgt charakterisieren:

- Kennzahlen der gesamten Sparte für das Geschäftsjahr 2023:²⁷³ Umsatzerlöse € 4.288 Mio., bereinigtes EBIT € 385 Mio.
- Kommunizierte Mittelfristziele 2025:
 - Währungsbereinigtes Umsatzwachstum im Durchschnitt (2023 bis 2025) auf der Höhe des Wachstums der globalen Industrieproduktion
 - Bereinigte EBIT-Marge 12 % bis 14 %
- Geschäftsmodell und strategischer Fokus: Präzisionskomponenten, sowohl rotative als auch lineare Lagerlösungen, Antriebstechnikkomponenten und Systeme sowie Servicelösungen wie sensorgestützte Systeme zur Zustandsüberwachung für eine Vielzahl von Industrieanwendungen, daneben Produkte und Lösungen für die Wasserstoffindustrie, wobei das Steuerungsmodell der Sparte auf einem regionalen Ansatz basiert
- Regionale Aufteilung: Europa 43,5 %, Americas 18,7 %, Greater China 23,5 %, Asien/Pazifik 14,3 %

²⁶⁹ Die nachfolgend angegebenen Kennzahlen betreffen ebenfalls das Geschäftsjahr 2023.

²⁷⁰ Im Zuge des Unternehmenszusammenschlusses mit Vitesco Technologies werden diese als nicht weiter zutreffend angesehen. In der Planung ist der Zusammenschluss allerdings noch nicht berücksichtigt.

²⁷¹ „OES“.

²⁷² „IAM“.

²⁷³ Die nachfolgend angegebenen Kennzahlen betreffen ebenfalls das Geschäftsjahr 2023.

- Zielmärkte (Marktcluster/Sektorcluster/strategische Geschäftsfelder):²⁷⁴
 - Renewables: Wind
 - Transportation & Mobility: Aerospace, Rail, Offroad, Two Wheelers
 - Machinery & Materials: Raw Materials, Power Transmission
 - Industrial Automation

Das übergeordnete Ziel von Schaeffler ist die Schaffung nachhaltiger Werte für seine Stakeholder. Durch Innovationskraft, Qualität, Systemverständnis und Fertigungskompetenz möchte Schaeffler Fortschritt gestalten sowie nachhaltige Mobilität und Bewegung ermöglichen. Um diese Mission zu erfüllen, habe sich die Aufstellung als integrierter Automobil- und Industrielieferer bewährt. Gemeinsame Technologie- und Fertigungskompetenzen schafften Synergien über Produkte, Sektoren und Sparten hinweg.

Schaeffler hat Nachhaltigkeit und Digitalisierung als strategische Schlüsselthemen in seiner Positionierung als „Motion Technology Company“ identifiziert. Die strategische Ausrichtung von Schaeffler ist in der „Roadmap 2025“ zusammengefasst. Diese enthält als wesentliche Elemente die „Strategie 2025“, das „Umsetzungsprogramm 2025“ mit seinen sieben Teilprogrammen sowie die „Mittelfristziele 2025“.²⁷⁵

Auf der Grundlage von fünf zentralen Zukunftstrends hat Schaeffler in der Strategie 2025 folgende fünf Fokusbereiche für Wachstumsinitiativen definiert:

- CO₂-effiziente Antriebe: Lösungen für Verbrennungsmotoren über Hybridlösungen bis hin zu vollständig elektrischen Antriebssystemen
- Fahrwerksanwendungen: innovative By-Wire-Lösungen, nicht nur im Automobilgeschäft
- Industrielle Maschinen & Ausrüstungen: innovative mechatronische Systeme zur Automatisierung der Produktion wie beispielsweise Roboterarm-Aktuatoren
- Erneuerbare Energien: insbesondere Lösungen für Windkraftturbinen sowie Solar- und Wasserkraftanlagen
- Lösungen für Ersatzteilmarkt & Services: beispielsweise Monitoring- und Servicelösungen für industrielle Anlagen, datenbasierte Services und innovative Plug-and-Play-Reparaturlösungen

Das Umsetzungsprogramm 2025 gliedert sich in drei divisionale und vier spartenübergreifende Teilprogramme. Hinsichtlich der strategischen Mittelfristziele 2025²⁷⁶ sind neben den zuvor genannten Zielsetzungen für die einzelnen Sparten auf Ebene der Schaeffler-Gruppe folgende Ziele kommuniziert worden:

- ROCE²⁷⁷ (Rentabilitätskennzahl; Maß für die Wertschöpfung) 12 % bis 15 % auf Basis des berichteten EBIT
- FCF-Conversion²⁷⁸ (Liquiditätskennzahl; Maß für die Fähigkeit, Zahlungsmittel zu generieren) 30 % bis 50 % des berichteten EBIT
- Nettofinanzschulden/bereinigtes EBITDA (Kennzahl zur Kapitalstruktur) 1,2 bis 1,7
- Ausschüttungsquote 30 % bis 50 % des bereinigten Konzernergebnisses²⁷⁹

²⁷⁴ Darüber hinaus wird das Geschäft mit Händlern über den Bereich Industrial Distribution gesteuert.

²⁷⁵ Im Zuge des Unternehmenszusammenschlusses mit Vitesco Technologies werden diese als nicht weiter zutreffend angesehen. In der Planung ist der Zusammenschluss allerdings noch nicht berücksichtigt.

²⁷⁶ Die Mittelfristziele haben sich infolge des Zusammenschlusses mit Vitesco Technologies geändert. Soweit dies bei einer Stand-Alone-Betrachtung zu berücksichtigen ist, wird dies an der jeweiligen Stelle reflektiert.

²⁷⁷ Return on Capital Employed (Ergebnis auf das eingesetzte Kapital).

²⁷⁸ Free Cashflow (vor Ein- und Auszahlungen für M&A-Aktivitäten)/EBIT.

²⁷⁹ Auf der außerordentlichen Hauptversammlung vom 2. Februar 2024 hat Schaeffler angekündigt, künftig eine Ausschüttungsquote von 40 % bis 60 % des bereinigten Konzernergebnisses anzustreben.

Um das Kapital gezielt und im Einklang mit der Strategie einzusetzen, hat Schaeffler ein spartenübergreifendes Rahmenkonzept zur Steuerung der Kapitalallokation entwickelt. Investitionen werden den Portfoliostrategien (Build, Grow, Harvest, Exit/Divest) und Investitionstypen zugeordnet. Dabei werden auch Maßnahmen zu einer Schließung von Standorten und einem sozialverträglichen Stellenabbau in Betracht gezogen.

Auch wenn Schaeffler in erster Linie eine organische Wachstumsstrategie verfolgt, die auf der bestehenden technologischen Kompetenz und Innovationskraft basiert, werden Akquisitionen dann in Betracht gezogen, wenn sie eine Erweiterung der technologischen Kompetenz mit sich bringen oder zur Stärkung der bestehenden Marktposition beitragen.

Letztlich dienen diese Klassifizierungen dem übergeordneten Ziel des Steuerungssystems von Schaeffler, nachhaltig Werte zu schaffen. Als strategische finanzielle Leistungsindikatoren ist über den ROCE als Kennzahl für die relative Wertschöpfung hinaus als wesentliche Kennzahl der SVA²⁸⁰ als Maß für die absolute Wertschöpfung etabliert.

b) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Schaeffler einschließlich Bereinigungen

Der Bewertungsgutachter nimmt eine Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Schaeffler auf Grundlage der veröffentlichten Konzernabschlüsse für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 vor. Soweit die Ist-Zahlen der betrachteten Vergangenheit Effekte enthalten, die aufgrund ihres Charakters in der Planungsrechnung nicht enthalten sind, hat der Bewertungsgutachter die Ist-Zahlen zuvor um diese bereinigt.

ba) Ertragslage von Schaeffler

Der Bewertungsgutachter stellt seiner Analyse der Ertragslage die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung – in der Darstellung teilweise zusammengefasst – tabellarisch voran. Die Darstellung beinhaltet die bereinigten Zahlen der betrachteten Vergangenheit (Geschäftsjahre 2021 bis 2023) und die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für die Detailplanungsphase (Geschäftsjahre 2024 bis 2028).

Die vorgenommenen Bereinigungen stellt der Bewertungsgutachter zudem in einer Überleitungsrechnung tabellarisch dar und erläutert sie nachfolgend verbal. Auf dieser Grundlage kommentiert er schließlich die bereinigte Ertragslage.

Im Zusammenhang mit den Bereinigungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Vitesco Technologies haben wir ausgeführt, aus welchem Grund die Bewertungspraxis die Zahlen der betrachteten Vergangenheit bereinigt und wie sich Bereinigungen kategorisieren lassen. Dort ist auch das grundsätzliche Vorgehen des Bewertungsgutachters erläutert. Zur Vermeidung von Wiederholungen verweisen wir auf diese Ausführungen.²⁸¹

²⁸⁰ Schaeffler Value Added (EBIT abzüglich Kapitalkosten auf das durchschnittlich gebundene Kapital).

²⁸¹ Vgl. Abschnitt E.1.2.b).

Die Bereinigungen sind im Bewertungsgutachten positionsweise im Einzelnen erläutert. Insoweit verweisen wir auch bei den Bereinigungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Schaeffler auf das umfassende Bewertungsgutachten.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die vorgenommenen Bereinigungen ohne Beanstandungen verifizieren.

Der Bewertungsgutachter leitet das operative Ergebnis vor Bereinigungen auf ein Ergebnis nach Bereinigungen über. Die Bereinigungen haben im ersten Jahr des Betrachtungszeitraums (2021) eine das operative Ergebnis (geringfügig) mindernde und in den beiden anderen Jahren (2022 und 2023) eine das operative Ergebnis erhöhende Wirkung.²⁸² Dadurch ergibt sich eine Glättung des operativen Ergebnisses.

Prüfungsergebnis

Die durchgeführten Bereinigungen stellen sicher, dass die Analyse der Planung des operativen Ergebnisses auf vergleichbaren Entwicklungen der gesellschaftseigenen Vergangenheit aufbauen kann.

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters zur bereinigten Ertragslage lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Anstieg der Umsatzerlöse von € 13.851,6 Mio. (2021) um durchschnittlich 8,5 % (CAGR) auf € 16.312,9 Mio. (2023), wobei sich die Umsatzerlöse insbesondere im Geschäftsjahr 2022 (+14,1 %) deutlich erhöht haben
 - Segment Automotive Technologies: +12,6 % im Geschäftsjahr 2022 vor allem aufgrund marktbedingtem Nachfrageanstieg sowie wegen niedriger Vergleichsbasis 2021, +2,9 % im Geschäftsjahr 2023 vor allem wegen marktgetriebenem Volumenanstieg, aber gegenläufig strukturell geringere lokale Nachfrage in der Region Greater China
 - Segment Automotive Aftermarket: +10,4 % im Geschäftsjahr 2022 vor allem aufgrund positiver Verkaufspreiseffekte in allen Regionen, wobei die Entwicklung der Volumina in den einzelnen Regionen sehr unterschiedlich war, +10,4 % im Geschäftsjahr 2023 mit Wachstum in allen Regionen
 - Segment Industrial: +19,7 % im Geschäftsjahr 2022 der maßgebliche Treiber der positiven Umsatzentwicklung von Schaeffler, hier getrieben von erheblichen Volumenzuwächsen und auch Verkaufspreiseffekten, +0,4 % im Geschäftsjahr 2023, in dem das schwache Marktumfeld in der Region Greater China nicht vollständig durch positive Verkaufspreiseffekte in anderen Regionen kompensiert werden konnte
 - Hohe regionale Diversität mit Veränderung der Umsatzanteile zu Lasten der Region Greater China
- Überproportionaler Anstieg der Umsatzkosten um durchschnittlich 4,0 % (CAGR) auf € 12.717,0 Mio. (2023), wodurch sich die Rohertragsmarge von 24,9 % auf 22,0 % verschlechterte
 - Im Geschäftsjahr 2023 vor allem auf die im Bewertungsgutachten im Einzelnen genannten besonderen Ereignisse in den Werken zurückzuführen
 - Auslaufen eines Restrukturierungsprogramms im Geschäftsjahr 2023, für das die Belastungen nicht vollumfänglich zurückgestellt waren und somit das Ergebnis belasteten
- Insgesamt weitgehend umsatzproportionaler Anstieg der Betriebskosten auf € 1.825,3 Mio. (2023), was einer Kostenquote von 11,2 % entspricht
- Aufwendungen für Forschung und Entwicklung²⁸³ mit € 767,9 Mio. (2023) gegenüber dem Vorjahr auf absolut gleichbleibendem Niveau, Kostenquote auf 4,7 % (2023) verringert
- Saldo aus sonstigen Erträgen und sonstigen Aufwendungen unwesentlich

²⁸² € -31,0 Mio. (2021), € +119,1 Mio. (2022) und € +215,5 Mio. (2023).

²⁸³ Netto, also nach Abzug von Aktivierungen bei den immateriellen Vermögensgegenständen.

- EBIT nach Rückgang gegenüber 2021 nachfolgend absolut (2023: € 1.096,0) und relativ (2023: EBIT-Marge 6,7 %) stabil
- In den zuvor dargestellten Funktionskosten enthaltene Abschreibungen nach Rückgang gegenüber 2021 nachfolgend absolut (2023: € 1.001,8) und relativ (2023: 6,1 % der Umsatzerlöse) stabil
- EBITDA stabil, aber Marge gegenüber 2022 auf 12,9 % (2023) gefallen
- Finanzergebnis (ebenfalls bereinigt) im Geschäftsjahr 2023 vor allem wegen des gestiegenen Marktzinsniveaus und aufgrund der Bereinigung deutlich auf € –305,5 Mio. verschlechtert
- Außerordentliches Ergebnis als Gegenposten zu den durchgeführten Bereinigungen
- Ertragsteuern (unbereinigt) im Geschäftsjahr 2023 (€ 240,5 Mio.) durch latenten Steueraufwand belastet, so dass effektive Steuerquote auf 41,8 % erhöht
- Jahresergebnis (unbereinigt) kontinuierlich auf € 335,2 Mio. gefallen

bb) Vermögens- und Finanzlage von Schaeffler

Der Bewertungsgutachter stellt seiner Analyse der Vermögens- und Finanzlage die Konzernbilanz – in der Darstellung auf Postenebene zusammengefasst, aber getrennt nach Aktivseite (Vermögenslage) und Passivseite (Finanzlage) – tabellarisch voran. Die Darstellung beinhaltet die bereinigten Zahlen der betrachteten Vergangenheit (Geschäftsjahre 2021 bis 2023) und die Plan-Bilanzen für die Detailplanungsphase (Geschäftsjahre 2024 bis 2028).

Die vorgenommenen Bereinigungen stellt der Bewertungsgutachter zudem in einer Überleitungsrechnung tabellarisch dar und erläutert sie nachfolgend verbal. Auf dieser Grundlage kommentiert er schließlich die bereinigte Vermögens- und Finanzlage.

Die Bereinigungen betreffen nicht konsolidierte Beteiligungen, ein Derivat, zur Veräußerung gehaltene Vermögensgegenstände und Bewertungseffekte.

Wir halten die durchgeführten Bereinigungen für sachgerecht. Weitere zu bereinigende Sachverhalte haben wir im Rahmen unserer Prüfung nicht festgestellt.

Prüfungsergebnis

Die durchgeführten Bereinigungen stellen sicher, dass die Bilanzplanung auf einer für Bewertungszwecke sachgerechten Stichtagsbilanz aufsetzt.

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters zur bereinigten Vermögens- und Finanzlage lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Bilanzsumme weitgehend konstant
- Vermögenslage durch Sachanlagen (langfristige Vermögenswerte) bzw. Vorräte sowie Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände (kurzfristige Vermögenswerte) bestimmt, wobei der Anteil der langfristigen Vermögenswerte gestiegen ist
- Immaterielle Vermögensgegenstände 2023 insbesondere wegen eines Geschäfts- oder Firmenwerts aus einem Unternehmenserwerb im Geschäftsjahr 2023 auf € 1.617,1 Mio. (31. Dezember 2023, 11 % der Bilanzsumme) gestiegen
- Sachanlagen auf € 4.791,0 Mio. (31. Dezember 2023; 33 % der Bilanzsumme) gesunken
- Vorräte unterproportional zu den Umsatzerlösen auf € 2.877,5 Mio. (31. Dezember 2023; 20 % der Bilanzsumme) gestiegen, dadurch Verringerung der Lagerreichweite von 96 auf 88 Tage

- Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf € 2.574,7 Mio. (31. Dezember 2023; 18 % der Bilanzsumme) gestiegen, Debitorenlaufzeit geringfügig auf 58 Tage (2023) gesunken
- Liquide Mittel wegen Investitionen kontinuierlich auf € 768,9 (31. Dezember 2023, 5 % der Bilanzsumme) zurückgegangen
- Finanzlage durch Eigenkapital, verzinsliche Verbindlichkeiten und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen geprägt
- Eigenkapital (bereinigt) insbesondere aufgrund von ergebnisneutralen Werteffekten aus Währungsumrechnung und der Anpassung von Pensionsrückstellungen schwankend und insgesamt auf € 3.735,4 (31. Dezember 2023, 25 % der Bilanzsumme) erhöht
- Verzinsliche Verbindlichkeiten schwankend und insgesamt auf € 6.391,7 Mio. (31. Dezember 2023, 44 % der Bilanzsumme) geringfügig gesunken
 - Rating stand alone (Fitch) BB+ („Non-Investment-Grade“)
 - Für Tilgung bzw. Erfüllung der Verpflichtungen aus verzinslichen Verbindlichkeiten EBITDA von drei Jahren erforderlich
 - Vier Anleihen im Nominalwert von insgesamt € 2.950,0 Mio. und Kupons zwischen 1,875 % und 3,375 % und Fälligkeiten zwischen März 2024 und Oktober 2028
 - Zwei Darlehen im Nominalwert von insgesamt € 625,0 Mio. im Geschäftsjahr 2023 aufgenommen
 - Schuldscheindarlehen mit einem Nominalwert von € 292,0 Mio.
 - Kurzfristige Commercial Paper von € 90,0 Mio.
 - Ungenutzte revolvingierende Betriebsmittellinie von € 1.775,0 Mio.
 - Pensionsrückstellungen, im Wesentlichen für Verpflichtungen in Deutschland, den USA und Großbritannien, im Geschäftsjahr 2022 infolge des Zinsanstiegs gesunken, im Geschäftsjahr 2023 wieder auf € 1.832,3 Mio. (31. Dezember 2023) gestiegen
- Unverzinsliche Verbindlichkeiten auf € 4.163,5 (31. Dezember 2023, 28 % der Bilanzsumme) gestiegen, darunter als wesentlicher Posten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die unterproportional zu den Umsatzkosten auf € 2.357,4 Mio. (31. Dezember 2023) gestiegen sind, so dass die Kreditorenlaufzeit auf 73 Tage gesunken ist

3. Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts von Schaeffler

Der Bewertungsgutachter fasst seine ausführliche Analyse des Geschäftsmodells und der Unternehmensstrategie von Schaeffler unter Einbeziehung des Markt- und Wettbewerbsumfelds in einer SWOT-Analyse zusammen. Diese lässt sich verdichtet und ergänzt um einige weitere Aspekte wie folgt darstellen:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausgezeichnete Reputation als Zulieferer der Automobilindustrie aufgrund Qualität und Branchenkompetenz ▪ Diversifikationseffekte aus Sparten, die unterschiedlich von konjunkturellen Zyklen beeinflusst werden ▪ Starke globale Präsenz mit interregionalen Diversifikationseffekten und einer diversifizierten Kundenbasis ▪ Langjährige Kundenbindungen mit einem großen Auftragsbestand ▪ Innovationskraft aufgrund hoher Investitionen in Forschung und Entwicklung, auch bei E-Mobilität ▪ Umfangreiche Erfahrung bei M&A-Aktivitäten zur Ergänzung der eigenen Kompetenzen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hoher Anteil von Produkten, die für Verbrennungsmotoren und Hybridfahrzeuge entwickelt werden ▪ Derzeit und in den kommenden Jahren noch geringer Umsatzanteil mit E-Mobilität ▪ Abhängigkeit von der Verfügbarkeit von Komponenten und von der Höhe der Rohstoffpreise ▪ Kapitalintensives Geschäftsmodell mit hohen Fixkosten ▪ Rating mit „Non-Investment Grade“
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Genereller globaler Trend zu einer Steigerung der Fahrzeuganzahl und auch des durchschnittlichen Fahrzeugalters ▪ Verstärktes Interesse an umweltfreundlicher Mobilität ▪ Wachsender Bedarf an Lagerlösungen für den Transport, aber auch für Windturbinen ▪ Langfristiges Potenzial der Wasserstoffindustrie ▪ Auslagerung der Produktion von Komponenten von Fahrzeugherstellern auf Zulieferer 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Generelle Abhängigkeit von der Entwicklung der Automobilproduktion, die mit der konjunkturellen gesamtwirtschaftlichen Lage schwankt ▪ Generelle Wettbewerbsintensität in der Automobilbranche mit zunehmendem Preisdruck und geringen Margen ▪ Generell schnellerer Übergang zur E-Mobilität mit entsprechend sinkenden Umsätzen bei Fahrzeugen mit Verbrennungsmotoren ▪ Protektionismus in der Handelspolitik oder Veränderungen im politischen und regulatorischen Umfeld ▪ Vermehrte interne Produktion von Komponenten durch die Fahrzeughersteller

Wie in vorstehender Auflistung erkennbar wird, stehen sich Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken von Schaeffler in den für sie relevanten Märkten in einem insgesamt ausgewogenen Verhältnis gegenüber. Die Stärken zeigen ein derzeit stabiles Geschäftsmodell an, welches in einem sich verändernden Umfeld allerdings Gefahren ausgesetzt ist.

II. Bewertung von Schaeffler mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1

1. Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts Schaeffler

Als Bewertungsobjekt wird zutreffend die Schaeffler AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen betrachtet.

Die Bewertung von Konzernen kann nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, die – sofern sachgerecht angewendet – zu identischen Ergebnissen führen müssen.²⁸⁴ Die Auswahl einer dieser Methoden ist abhängig vom Aufbau der zugrunde gelegten Planungsrechnung bzw. der damit verfolgten Steuerungszwecke und der Frage, ob eine Darstellung einzelner Werte sinnvoll oder erforderlich ist.

Vorliegend wird das Geschäft primär auf Konzernebene geplant und gesteuert.²⁸⁵ Entsprechend der Struktur der vorgelegten Planungsrechnung hat der Bewertungsgutachter demzufolge eine simultane Bewertung auf Konzernebene vorgenommen und den Ertragswert aus der vorgelegten Konzernplanung abgeleitet. Im konkreten Bewertungsfall war die Feststellung von Unternehmenswerten für einzelne

²⁸⁴ Vgl. Abschnitt D.II.1.

²⁸⁵ Die Finanzplanung in der Schaeffler-Gruppe basiert auf einem Top-Down Ansatz als Leitprozess und ist Ausgangspunkt für die Kaskadierung in rechtliche Einheiten.

Tochtergesellschaften erforderlich, sofern diese nicht im Wege der Konsolidierung im Konzernabschluss enthalten sind und daher auch nicht in der Planungsrechnung berücksichtigt sind. Sie gehen als Sonderwerte in den Unternehmenswert ein.

Die vorstehend beschriebene Vorgehensweise halten wir aus den oben genannten Gründen für zweckmäßig. Wir haben uns durch Abstimmungen versichert, dass die Tochterunternehmen vollständig bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Schaeffler AG berücksichtigt worden sind.

Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise, wie der Bewertungsgutachter das Bewertungsobjekt strukturiert und abgegrenzt hat, für sachgerecht.

2. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen von Schaeffler

a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess von Schaeffler

Die Bewertung von Schaeffler geht in Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1 von einer unbegrenzten Lebensdauer der Unternehmen der Schaeffler-Gruppe aus. Da eine dezidierte Planung für einen unendlichen Zeitraum nicht möglich ist, ist zwischen der Detailplanungsphase und der Phase der ewigen Rente zu unterscheiden.²⁸⁶

Die Detailplanungsphase ist durch die vorgelegte Planung von Schaeffler, die die Jahre 2024 bis 2028 umfasst, bestimmt. Das erste Jahr der Planungsrechnung (Budget) weist einen höheren Detaillierungsgrad auf als die vier Folgejahre.

Der Planungsprozess der Schaeffler-Gruppe folgt grundsätzlich einem „Top-Down-Ansatz“. Der reguläre Planungsprozess beginnt im Juli und endet im Dezember eines jeden Jahres. Er beginnt mit dem sogenannten Strategiedialog, in dem der Vorstand Ziele für die relevanten finanziellen Kennzahlen für das Budget formuliert, die den Regionen, Divisionen und Funktionen in sogenannten Target Letters als Ziele vorgegeben werden. In einzelnen Subprozessen werden die detaillierten Planungsansätze auf Ebene der Divisionen, Unternehmensbereiche und Regionen in enger Abstimmung untereinander und mit den Funktionen zusammengeführt. Planungsinhalte sind insbesondere Umsätze, Einkaufsvolumen, Produktionsmengen, Funktionskosten, Working Capital und Investitionen. Im Oktober wird die auf Konzernebene verdichtete Planung in dem sogenannten Planungsdialog validiert und gegebenenfalls angepasst.

Im Rahmen des unterjährigen Controllings werden die finanziellen Kennzahlen monatlich in standardisierten Berichten abgebildet. Diese beinhalten sowohl einen Plan-Ist- als auch einen Vorjahresvergleich. Grundlage für den Plan-Ist-Vergleich ist der Jahresplan aus der integrierten operativen Planung des Vorjahres, der in eine längerfristige, vom Vorstand erarbeitete, strategische Unternehmensplanung eingebettet ist. Zur Jahresmitte ändert sich die Vorgehensweise aufgrund der neuen Erkenntnisse aus dem Strategiedialog. Ab diesem Zeitpunkt wird die Hochrechnung auch auf das Folgejahr ausgedehnt.

²⁸⁶ Ggf. ergänzt durch eine zwischengeschaltete Grobplanungs- oder Konvergenzphase.

Die finale Planungsrechnung wird regelmäßig im Dezember von Vorstand und Aufsichtsrat verabschiedet. Die vorgelegte Planungsrechnung wurde vom Vorstand am 4. Dezember 2023 verabschiedet und vom Aufsichtsrat am 15. Dezember 2023 genehmigt.

Nach unseren Erkenntnissen ist sie aus dem dargestellten regulären Planungsprozess entstanden. Dieser Prozess entspricht nach unserer Einschätzung den Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung. Angesichts des dargestellten systematischen Planungsprozesses halten wir deshalb die von Schaeffler vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich für Zwecke der Unternehmensbewertung für geeignet.

Sie ist entsprechend der externen Berichterstattung von Schaeffler nach den IFRS aufgestellt und umfasst eine integrierte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und des Cashflows. Die auf Konzernebene zusammengefassten Angaben der finalen Planung lassen sich nach verschiedenen Kriterien filtern, z.B. nach Segmenten, Unternehmensbereichen oder Regionen. Über die finanziellen Kennzahlen hinaus lassen sich ihr auch weitere Informationen wie die jeweilige Anzahl der Mitarbeiter entnehmen.

Im Januar 2024 hat der Vorstand von Schaeffler beschlossen, die Organisations- und Berichtsstruktur infolge der geplanten Verschmelzung mit Vitesco Technologies anzupassen. In diesem Zusammenhang hat er auch die Planzahlen aktualisiert. Die Aktualisierungen betreffen nahezu ausschließlich Verschiebungen zwischen den Divisionen und Unternehmensbereichen und haben keine wesentlichen Auswirkungen auf Konzernebene. Der Vorstand hat diese angepasste Planungsrechnung am 12. Februar 2024 verabschiedet. Der Aufsichtsrat hat die Anpassung der Planungsrechnung am 23. Februar 2024 genehmigt. Der Bewertungsgutachter legt seinen Bewertungsarbeiten aus nachvollziehbaren Gründen die im Dezember genehmigte Planungsrechnung zugrunde, da die Anpassungen keine Auswirkung auf das Bewertungsergebnis haben.

b) Analyse der Planungstreue von Schaeffler

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2021 bis 2023 erzielten Umsatzerlöse und des bereinigten EBIT (Ist) mit den jeweils für sie budgetierten Werten (Plan) überprüft.²⁸⁷

Angesichts der regelmäßig deutlich geringeren Planungssicherheit nachfolgender Planungsjahre beschränkt sich die Analyse auf die Planungen für das jeweils erste Planjahr (Budgetjahr).

Wir halten die grundsätzliche Vorgehensweise, wie der Bewertungsgutachter die Planungstreue analysiert hat, für sachgerecht. Seine umfangreichen Erläuterungen zu den Plan-Ist-Abweichungen und die aus dieser Analyse gewonnenen Erkenntnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Umsatzerlöse in den Geschäftsjahren 2021 und 2023 insgesamt planungstreu, im Geschäftsjahr 2022 Erwartungen übertroffen, wobei die Entwicklungen der Segmente in den einzelnen Jahren unterschiedlich gewesen sind
- Ergebnisprognosen im Geschäftsjahr 2022 erfüllt und in den beiden übrigen betrachteten Geschäftsjahren Erwartungen übertroffen

²⁸⁷ Diese sieht er als die relevanten Kennzahlen für seine Analyse an, weil Schaeffler auf Basis dieser finanziellen Leistungsindikatoren gesteuert wird.

- Planübererfüllung im Geschäftsjahr 2021 im Wesentlichen auf das Segment Industrial zurückzuführen, bei dem sich die allgemeine Erholung der globalen Wirtschaftsleistung zeigt, die im ersten Jahr nach Ausbruch der COVID-19-Pandemie in diesem Umfang nicht absehbar war
- Segmentübergreifende Planübererfüllung bei den Umsatzerlösen im Geschäftsjahr 2022 im Segment Automotive Technologies allerdings durch überproportionale Steigerungen der Faktoreinsatzkosten überkompensiert
- Planübererfüllung im Geschäftsjahr 2023 im Wesentlichen auf gesteigerte Produktivität in den Werken und eine strenge Kostendisziplin (Segment Automotive Technologies) bzw. auf verschiedenen Effekte bei Umsatzerlösen und Kosten (Segment Aftermarket) zurückzuführen
- Prognosen in der Vergangenheit auf Gruppenebene erfüllt
- Keine Anzeichen erkennbar, dass die vorliegende Planungsrechnung keine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung darstellt

Nach unserer Auffassung gibt die Analyse der Planungstreue keinen Hinweis darauf, dass Schaeffler bei der Erstellung von Planungsrechnungen übermäßig ambitionierte Ergebnisziele setzt.

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters im Übrigen ohne Beanstandungen nachvollziehen können. Demzufolge hat die Analyse der Planungstreue – unter Einbeziehung der Erkenntnisse aus unserer Analyse des Planungsprozesses – auch nach unserer Auffassung gezeigt, dass die Planungsrechnungen von Schaeffler für Zwecke der Unternehmensbewertung grundsätzlich geeignet sind.

Prüfungsergebnis

Die von Schaeffler vorgelegte Planungsrechnung kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts von Schaeffler verwendet werden.

Der Bewertungsgutachter hat die vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich unverändert seiner Bewertung zugrunde gelegt.

Aus bewertungssystematischen Gründen hat der Bewertungsgutachter in nachvollziehbarer Weise die folgenden Anpassungen der vorgelegten Planungsrechnung vorgenommen:

- Ersetzen der aus einer Hochrechnung stammenden Zahlen der Planungsrechnung in der Aufsatzbilanz (31. Dezember 2023) durch die Zahlen des Konzernabschlusses
- Modifizierung der Ausschüttungsplanung
- Modifizierung der Planung der liquiden Mittel als Folgewirkung, Modellierung einer operativen Mindestkasse mit einem Monatsumsatz
- Eliminierung der in der Aufsatzbilanz enthaltenen Posten aus dem Erwerb der Beteiligung an Vitesco Technologies einschließlich Finanzierung und Zinsaufwendungen

c) Analyse der Planungsrechnung von Schaeffler

ca) Übersicht

Im Vergleich zu den (bereinigten) Zahlen des betrachteten Vergangenheitszeitraums stellt sich die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung von Schaeffler²⁸⁸ – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – insgesamt wie folgt dar:

Schaeffler GuV € Mio.	Ist (bereinigt)			Planungsrechnung					CAGR	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2021/23	2023/28
Umsatzerlöse	13.851,6	15.809,1	16.312,9	17.073,8	18.155,1	19.759,1	21.465,3	22.690,2	8,5%	6,8%
Umsatzkosten	-10.404,6	-12.224,3	-12.717,0	-13.197,7	-14.009,1	-15.269,1	-16.631,3	-17.542,8	10,6%	6,6%
Rohertrag	3.447,0	3.584,8	3.595,9	3.876,1	4.146,0	4.490,0	4.834,0	5.147,4	2,1%	7,4%
Betriebskosten	-1.517,9	-1.734,9	-1.825,3	-1.843,2	-1.962,9	-2.053,3	-2.173,5	-2.181,6	9,7%	3,6%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-748,1	-767,9	-767,9	-792,1	-801,4	-800,7	-784,6	-772,9	1,3%	0,1%
Sonstige Erträge	69,6	43,2	93,3	43,1	3,1	4,5	5,5	5,8	15,8%	-42,6%
Sonstige Aufwendungen	-62,0	-32,5	0,0	-48,8	-2,5	-27,2	-64,2	-53,3	n.a.	n.a.
EBIT	1.188,7	1.092,7	1.096,0	1.235,1	1.382,4	1.613,3	1.817,2	2.145,5	-4,0%	14,4%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	958,2	984,3	1.001,8	1.009,9	999,4	1.000,5	1.010,7	1.032,2	2,3%	0,6%
EBITDA	2.146,9	2.077,0	2.097,8	2.245,0	2.381,8	2.613,7	2.827,8	3.177,8	-1,1%	8,7%
Finanzergebnis	-122,0	-121,3	-212,0	-346,9	-330,1	-336,3	-342,4	-361,4		
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1.066,7	971,4	884,0	888,2	1.052,3	1.276,9	1.474,7	1.784,1		
Außerordentliches Ergebnis	55,7	-119,1	-308,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Ergebnis vor Ertragsteuern	1.122,4	852,3	575,6	888,2	1.052,3	1.276,9	1.474,7	1.784,1		
Ertragsteuern	-347,5	-267,6	-240,5	-294,8	-282,2	-329,6	-383,6	-455,9		
Jahresüberschuss	774,9	584,6	335,2	593,4	770,1	947,3	1.091,2	1.328,2		
In % der Umsatzerlöse										
Umsatzkosten	75,1%	77,3%	78,0%	77,3%	77,2%	77,3%	77,5%	77,3%		
Rohertrag	24,9%	22,7%	22,0%	22,7%	22,8%	22,7%	22,5%	22,7%		
Betriebskosten	11,0%	11,0%	11,2%	10,8%	10,8%	10,4%	10,1%	9,6%		
Forschungs- und Entwicklungskosten	5,4%	4,9%	4,7%	4,6%	4,4%	4,1%	3,7%	3,4%		
Sonstige Erträge	0,5%	0,3%	0,6%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
Sonstige Aufwendungen	0,4%	0,2%	0,0%	-0,3%	0,0%	-0,1%	-0,3%	-0,2%		
EBIT	8,6%	6,9%	6,7%	7,2%	7,6%	8,2%	8,5%	9,5%		
Abschreibungen	6,9%	6,2%	6,1%	5,9%	5,5%	5,1%	4,7%	4,5%		
EBITDA	15,5%	13,1%	12,9%	13,1%	13,1%	13,2%	13,2%	14,0%		
Effektive Steuerquote	31,0%	31,4%	41,8%	33,2%	26,8%	25,8%	26,0%	25,6%		

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

cb) Umsatzerlöse

Nachdem sich die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2023 insbesondere wegen des Marktumfelds in der Region Greater China mit einer Wachstumsrate von nur 3,2 % sehr verhalten entwickelt hatten, soll sich das Wachstum von Schaeffler in den kommenden Jahren bis auf 8,8 % (2026) beschleunigen und im Anschluss bei rückläufigen Wachstumsraten wieder normalisieren. Über den gesamten Planungshorizont ergibt sich auf dieser Grundlage ein Anstieg der Umsatzerlöse von € 16.312,9 Mio. (2023) auf € 22.690,2 Mio. (2028) was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 6,8 % (CAGR) entspricht.

Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung sind die zahlreichen eingeleiteten Transformationsmaßnahmen und die Fokussierung auf die innovativen Unternehmensbereiche (New Business) „E-Mobility“ und „Chassis Systems“ innerhalb des größten Segments Automotive Technologies. Im Hinblick auf die etablierten Unternehmensbereiche (Foundation Business) „Bearings“ und „Engine and Transmission Systems“ liegt der Fokus nicht auf Wachstum, sondern auf Rentabilität und Effizienz. Angesichts eines nur geringfügigen Wachstums des Unternehmensbereichs Bearings und rückläufiger Umsatzerlöse im Unternehmensbereich Engine and Transmission Systems ergibt sich für das Segment Automotive Technologies – trotz des signifikanten Wachstums der Unternehmensbereiche E-Mobility (CAGR 25,8 %) und Chassis Systems

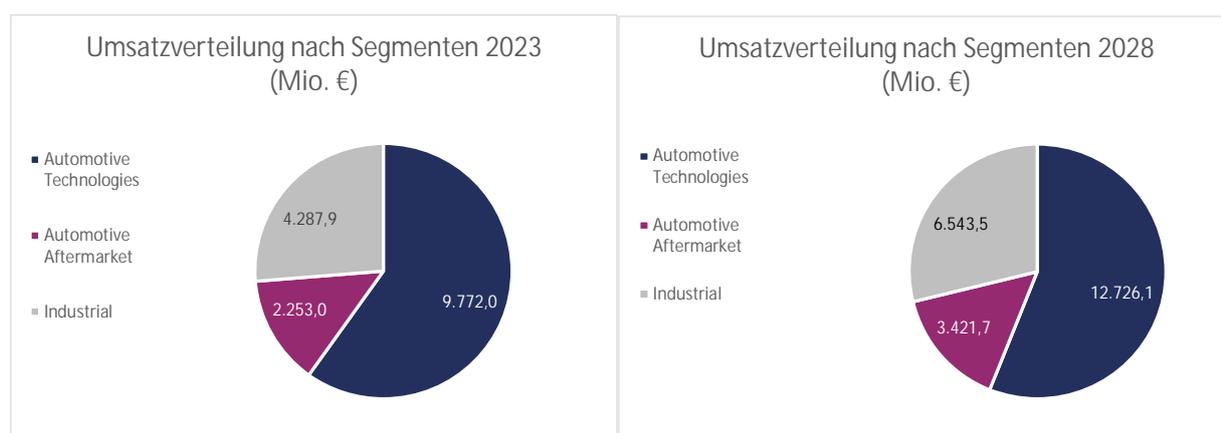
²⁸⁸ Zu den geringfügigen Modifikationen der vorgelegten Planungsrechnung vgl. Abschnitt F.II.2.b).

(CAGR 24,2 %), welches im Wesentlichen durch bereits nominierte Projekte unterlegt ist – eine geringfügig unterdurchschnittliche Wachstumserwartung (CAGR 5,4 %).

Die Wachstumserwartungen im zweitgrößten Segment Industrial sind deutlich höher (CAGR 8,8 %) und liegen auch über den Erwartungen für die relevanten Märkte. Treiber dieser Entwicklung ist zum einen die angestrebte höhere Lokalisierungsrate. Über die Verringerung von Zoll- und Logistikkosten hinaus soll diese aufgrund einer höheren Kundennähe auch positive Umsatzeffekte erzeugen. Als wesentlicher Treiber des überdurchschnittlichen Wachstums ist zum anderen die Entwicklung auf dem Markt für Windenergie anzusehen. Diese ist in hohem Maße von der Nachfrage in China abhängig, die vorübergehend von Baustopps und Lieferkettenstörungen aufgrund des geostrategischen Konflikts zwischen China und Taiwan negativ beeinflusst ist. Langfristig sollte Schaeffler mit seinem hohen Anteil am Weltmarkt für Hauptlager und Getriebelager von Windkraftanlagen von den Wachstumschancen im Windenergiemarkt profitieren können.

Für das kleinste Segment Automotive Aftermarket hat Schaeffler überdurchschnittliche Wachstumserwartungen (CAGR 8,7 %). Diese ergeben sich zum einen aus allgemeinen Markttrends wie dem weiteren Anstieg des Fahrzeugbestands und der Erhöhung des Durchschnittsalters der Fahrzeuge. Das erwartete Volumenwachstum ist zum anderen auch durch Maßnahmen von Schaeffler, wie eine Verbesserung der Logistikstrukturen und Optimierungen im Hinblick auf eine bedarfsgerechte Verfügbarkeit, unterlegt. Zudem plant Schaeffler, die Vertriebskanäle zu erweitern. Eine Neuausrichtung der Organisationsstruktur wird im Übrigen auch dadurch erforderlich, dass Schaeffler zunehmend auch außerhalb des reinen Teilegeschäfts tätig werden möchte.

Angesichts der geringfügigen Unterschiede in den Wachstumserwartungen der einzelnen Segmente verschieben sich die Gewichte dieser Segmente nicht substantiell, wie aus nachfolgender Darstellung deutlich wird:



Der vom Bewertungsgutachter dargestellte Vergleich des Wachstums der Umsatzerlöse von Schaeffler mit den Wachstumsraten der Peers zeigt, dass das Wachstum von Schaeffler zuletzt am unteren Ende der durch die Peer Group aufgespannten Bandbreite lag. Nach den Erwartungen der Analysten werden die Vergleichsunternehmen in den kommenden Jahren nur ein ähnlich niedriges Wachstum realisieren können. Die Erwartungen von Schaeffler sind somit als deutlich überdurchschnittlich anzusehen.

Angesichts der genannten Wachstumstreiber sieht der Bewertungsgutachter die von Schaeffler erwartete Entwicklung allerdings als plausibel an.

cc) Operatives Ergebnis (EBIT)

Nachdem sich die Rohertragsmarge in den letzten Jahren rückläufig entwickelt hat, soll sie im Budgetjahr (2024) wieder geringfügig auf 20,7 % steigen und im gesamten Planungszeitraum im Durchschnitt auf diesem Niveau verbleiben. Diese geringfügige Verbesserung ist durch die erwarteten Effizienzsteigerungen erklärt. Dabei haben die eingeleiteten Maßnahmen wie die Digitalisierungsinitiativen positive Auswirkungen auf alle Segmente. Im Segment Automotive Aftermarket wird gleichwohl mit einem Rückgang der Bruttomarge gerechnet, da der steigende Anteil des niedrigmargigen digitalen Plattformgeschäfts in China und Indien die gesamte Marge verwässert.

Nach dem substanziellen Anstieg der letzten Jahre sollen sich die Betriebskosten im Planungsverlauf weit unterproportional zu den Umsatzerlösen erhöhen (CAGR 3,6 %). Die Betriebskosten haben einen hohen Anteil an fixen Kosten. Demzufolge sinkt die Betriebskostenquote bei substanziell steigenden Umsatzerlösen aufgrund des Kostendegressionseffekts erwartungsgemäß bis auf 9,6 % (2028).

Die in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen Forschungs- und Entwicklungskosten²⁸⁹ sollen im Planungsverlauf nur geringfügig über den Aufwendungen der Vergangenheit liegen, so dass sich ihr Anteil an den Umsatzerlösen substanziell weiter auf 3,4 % verringert. Ursächlich für diese Entwicklung ist zum einen die weitgehende Einstellung der Entwicklung von Technologien, die speziell in Verbrennerfahrzeugen eingesetzt werden. Zum anderen ist auch in den Unternehmensbereichen E-Mobility und Chassis Systems weniger für Forschung und Entwicklung aufzuwenden, da hier bereits in der Vergangenheit hohe Investitionen in Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten getätigt worden sind. Künftig soll der Fokus stärker auf einer Umsetzung der Entwicklungsprojekte liegen.

Im Vergleich zu den Unternehmen der Peer Group haben die Forschungs- und Entwicklungskosten von Schaeffler in den vergangenen Jahren am oberen Rand oder über der beobachteten Bandbreite gelegen. Durch den kontinuierlichen Rückgang nähert sich Schaeffler erwartungsgemäß einem mittleren Niveau an. Nach der von uns geteilten Einschätzung des Bewertungsgutachters ist die Planung der Forschungs- und Entwicklungskosten deshalb als plausibel anzusehen.

Nach Abzug auch der unwesentlichen sonstigen Erträge und Aufwendungen ergibt sich ein EBIT, welches im Planungsverlauf mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 14,4 % (CAGR) kontinuierlich auf € 2.145,5 Mio. (2028) ansteigen und damit das zuletzt (2023) erreichte operative Ergebnis (€ 1.096,0 Mio.) substanziell übertreffen soll. Nach einer in den letzten Jahren auf unter 7 % gesunkenen EBIT-Marge erwartet Schaeffler vor dem Hintergrund der vorstehend dargestellten Entwicklungen, diese kontinuierlich auf 9,5 % steigern zu können.

In der Vergangenheit hatte Schaeffler im Vergleich zum Median der Peer Group etwas höhere Margen erzielen können.²⁹⁰ Für die Peer Group wird ebenfalls ein Anstieg der Margen erwartet. Die Verbesserung der EBIT-Marge, wie sie sich aus der Planungsrechnung von Schaeffler ergibt, ist vergleichsweise als

²⁸⁹ Nach Aktivierung von Entwicklungsprojekten.

²⁹⁰ Der Bewertungsgutachter hat die EBIT-Margen der Peers (brutto versus netto) adjustiert, um eine adäquate Vergleichsbasis zu haben.

unterdurchschnittlich anzusehen. Während sich aus der Planung von Schaeffler für die Jahre 2024 bis 2027 eine Marge ergibt, die unter dem Median der Peer Group liegt, wird die Marge im letzten Planungsjahr (2028) erwartungsgemäß wieder (geringfügig) über dem für 2027 geschätzten Niveau der Vergleichsunternehmen liegen.

Die Abschreibungen über alle Funktionskosten hinweg sollen plangemäß auf einem konstanten Niveau bleiben. Demzufolge steigt die EBITDA-Marge von Schaeffler erwartungsgemäß von 12,9 % (2023) bis auf 14,0 % (2028). Nachdem es Schaeffler in der Vergangenheit gelungen war, substantiell höhere EBITDA-Margen als die Peer Group (Median) zu erzielen, konvergieren die EBITDA-Margen im Planungshorizont auf ein vergleichbares Niveau.

cd) Jahresüberschuss

In Anbetracht der verhältnismäßig hohen Verschuldung von Schaeffler ist das Finanzergebnis nicht als unwesentlich anzusehen. In den letzten Jahren hatte sich der Aufwandsüberhang bereits auf € –212,0 Mio. erhöht. Im Planungsverlauf schwankt das Finanzergebnis um einen Durchschnittswert von € –343,4 Mio.

Schaeffler hat die Zinserträge aus der Verzinsung der liquiden Mittel und die Zinsaufwendungen auf die einzelnen Bestandteile der Finanzverbindlichkeiten²⁹¹ mit den jeweiligen langfristig vertraglich vereinbarten Zinssätzen bzw. auf Grundlage einer Schätzung geplant. Im Durchschnitt ergibt sich für das erste Planjahr (2024) eine Sollverzinsung von 5,5 % und eine Habenverzinsung von 0,7 %. Bis 2028 sollen diese geringfügig sinken,²⁹² was wir für plausibel halten.

Der Bewertungsgutachter hat das geplante Zinsergebnis grundsätzlich in unveränderter Höhe übernommen. Aus seiner Finanzbedarfsrechnung haben sich zwar gegenüber der Planungsrechnung abweichende liquide Mittel und Finanzverbindlichkeiten ergeben. Insgesamt gleichen sich diese Abweichungen aber weitgehend aus, so dass er wegen der geringfügigen Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis auf eine Anpassung des Finanzergebnisses verzichtet hat.

Die Plananpassungen in der Bilanz ergeben sich zunächst aus einer Aktualisierung zum 31. Dezember 2023, für den nunmehr testierte Ist-Zahlen vorliegen. Der Bewertungsgutachter hat zudem die Ausschüttungsplanung modifiziert. In der Planungsrechnung ist die Annahme verarbeitet, dass jährlich im Durchschnitt 45 % des Konzernergebnisses ausgeschüttet werden können. Im Bewertungsmodell wird diese Ausschüttungsannahme grundsätzlich zwar beibehalten, aber insoweit modifiziert, dass zunächst ein Verlustvortrag zu tilgen ist.²⁹³

Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter als Folgewirkung dieser Anpassungen auch die Planung der liquiden Mittel angepasst. In der Planungsrechnung war die uns dargelegte und von uns als plausibel

²⁹¹ Im Wesentlichen Anleihen, Schuldscheine und Commercial Papers, Term Loans, Pensionsrückstellungen sowie Leasingverbindlichkeiten.

²⁹² Sollverzinsung auf 5,2 % und Habenverzinsung auf 0,3 %.

²⁹³ Da das Modell von den Konzernzahlen ausgeht, bildet es die rechtlichen Ausschüttungsbeschränkungen im vorliegenden Bewertungsfall nicht zutreffend ab. Aus dem Jahresabschluss der Schaeffler AG ergeben sich keine Ausschüttungsbeschränkungen. Für das Bewertungsergebnis ist dies allerdings nicht relevant. Der Unterschied zwischen dem Unternehmenswert, wie er sich in der vorliegenden Modellierung ergibt und einem Unternehmenswert, der sich bei Beibehaltung der Ausschüttungsplanung ergeben würde, ist von mehr als untergeordneter Bedeutung.

erachtete Annahme hinterlegt, dass eine betriebsnotwendige Mindestkasse von 10 % der jährlichen Umsatzerlöse erforderlich ist.

Während diese Anpassungen keine Anpassung des Finanzergebnisses zur Folge hatten, hat der Bewertungsgutachter bei der Separierung der in der Aufsatzbilanz enthaltenen Posten aus dem Erwerb der Beteiligung an Vitesco Technologies einschließlich deren Finanzierung in einen Sonderwert auch die zugehörigen Zinsaufwendungen eliminiert. Das halten wir für sachgerecht.

Der Aufwand für Ertragsteuern ist in den letzten Jahren rückläufig gewesen. Diese Entwicklung steht grundsätzlich in Einklang mit dem Rückgang der Vorsteuerergebnisse. Im Geschäftsjahr 2023 ergab sich allerdings eine deutlich erhöhte effektive Steuerquote, insbesondere wegen Effekten aus latenten Steueraufwendungen. Da die Sondereffekte zunehmend eine geringere Bedeutung entfalten, soll sich die effektive Steuerquote bereits im ersten Planjahr (2024) auf 33,2 % und im nachfolgenden Jahr (2025) auf 26,8 % vermindern. Bis zum Ende des Planungshorizonts (2028) wird ein weiterer Rückgang bis auf 25,6 % erwartet.²⁹⁴

Die effektive Steuerquote unterschreitet bereits im Planjahr 2025 den inländischen nominellen durchschnittlichen²⁹⁵ Steuersatz von 28,7 %, da die ausländischen Steuersubjekte eine geringere effektive Steuerlast zu tragen haben.

Wir haben uns die Steuerplanung von Schaeffler von den Planungsverantwortlichen darlegen und durch Dokumente belegen lassen. Dabei haben wir uns der sachverständigen Unterstützung durch Experten der Steuerberatungsgesellschaft der ADKL-Gruppe bedient.

Schaeffler hat bei der Planung der Unternehmenssteuern Vereinfachungen vorgenommen, um den unterschiedlichen nominellen Steuerquoten und Bemessungsgrundlagen in den verschiedenen Ländern angemessen Rechnung zu tragen.

Für den deutschen Organkreis hat Schaeffler die Steuern dezidiert im Einzelnen geplant. Dabei hat Schaeffler auch den Verbrauch der inländischen Verlustvorträge modelliert. Zum Ende des Planungszeitraums sind die zum 31. Dezember 2023 vorhandenen Verlustvorträge verbraucht. Wir konnten diese Berechnungen ohne Beanstandungen verifizieren.

Bei der Planung der Unternehmenssteuern in den übrigen Ländern hat Schaeffler einen über alle Planperioden gleichbleibenden effektiven Durchschnittssteuersatz angesetzt. Auf Grundlage der Geschäftsjahre 2021 und 2022 sowie der Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2023 lässt sich im Durchschnitt ein effektiver Steuersatz für die ausländischen Ergebnisanteile in Höhe von 18,0 % ableiten.²⁹⁶

²⁹⁴ Aus der vorgelegten Planung ergeben sich etwas höhere effektive Steuerquoten. Die hier genannten Zahlen beziehen sich auf das Vorsteuerergebnis, wie es im Bewertungsmodell verarbeitet ist. In diesem wurden Zinsaufwendungen eliminiert, die im Zusammenhang mit der Finanzierung der als Sonderwert separierten Beteiligung von Schaeffler an Vitesco Technologies stehen.

²⁹⁵ Für die Kapitalgesellschaften ist die Besteuerung hinsichtlich der Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag bundeseinheitlich identisch, während sich der Steuersatz für die Gewerbesteuer aus den unterschiedlichen Hebesätzen der Gemeinden errechnet. Ein durchschnittlicher Steuersatz ergibt sich dann aus der Verteilung der Bemessungsgrundlage auf die Gemeinden nach dem jeweiligen Anteil an der Lohnsumme.

²⁹⁶ Unter Berücksichtigung der Ergebniswirkungen latenter Steuern beträgt der gesamte effektive Steuersatz 18,9 %.

Auf dieser Grundlage ergibt sich ein Jahresüberschuss, der nach den Rückgängen der Vergangenheit kontinuierlich auf € 1.328,2 Mio. (2028) ansteigt.

ce) Bilanz

Im Vergleich zu den Zahlen des betrachteten Vergangenheitszeitraums stellt sich die modifizierte Plan-Bilanz von Schaeffler²⁹⁷ – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – insgesamt wie folgt dar:²⁹⁸

Schaeffler Bilanz € Mio.	Ist (bereinigt)			Planungsrechnung					CAGR	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2021/23	2023/28
Immaterielle Vermögensgegenstände	496,8	916,3	1.617,1	1.565,9	1.525,9	1.489,0	1.455,3	1.419,7	80,4%	-2,6%
Sachanlagen	4.956,0	4.828,3	4.791,0	4.951,7	5.132,0	5.224,2	5.382,4	5.577,6	-1,7%	3,1%
Finanzanlagen und sonstiges Anlagevermögen	1.741,6	1.435,5	1.442,9	1.260,5	1.237,0	1.218,2	1.197,9	1.202,4	-9,0%	-3,6%
Anlagevermögen	7.194,4	7.180,0	7.851,0	7.778,1	7.894,9	7.931,4	8.035,6	8.199,7	4,5%	0,9%
Vorräte	2.546,9	2.850,2	2.877,5	2.893,6	3.077,1	3.340,3	3.524,8	3.704,2	6,3%	5,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.273,6	2.519,0	2.574,7	2.810,4	2.991,1	3.305,0	3.665,4	3.893,6	6,4%	8,6%
Liquide Mittel	1.822,0	1.062,7	768,9	2.229,3	1.815,5	1.975,9	2.146,5	2.269,0	-35,0%	24,2%
Sonstiges Umlaufvermögen	527,2	672,4	575,0	571,0	632,9	669,7	693,7	795,1	4,4%	6,7%
Umlaufvermögen	7.169,7	7.104,3	6.796,1	8.504,2	8.516,6	9.290,8	10.030,5	10.662,0	-2,6%	9,4%
Summe Aktiva	14.364,2	14.284,3	14.647,1	16.282,3	16.411,5	17.222,2	18.066,1	18.861,7	1,0%	5,2%
Eigenkapital	3.165,0	4.141,1	3.735,4	4.328,7	5.082,9	4.941,8	5.839,8	6.307,1	8,6%	11,0%
Rückstellungen	755,1	270,5	356,6	359,0	371,5	384,0	409,0	409,0	-31,3%	2,8%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	6.650,6	5.735,4	6.391,7	7.572,1	6.704,3	7.429,2	7.084,6	7.170,2	-2,0%	2,3%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	3.793,5	4.137,3	4.163,5	4.022,4	4.252,8	4.467,2	4.732,7	4.975,4	4,8%	3,6%
Summe Passiva	14.364,2	14.284,3	14.647,1	16.282,3	16.411,5	17.222,2	18.066,1	18.861,7	1,0%	5,2%
Kennzahlen										
Lagerreichweite (in Tagen)	96,4	90,8	87,6	84,9	84,5	83,8	80,8	80,4		
Forderungsreichweite (in Tagen)	59,9	58,2	57,6	60,1	60,1	61,1	62,3	62,6		
Verbindlichkeitenreichweite (in Tagen)	79,9	75,9	73,4	73,4	74,3	73,0	73,0	74,9		
Liquide Mittel (in % der Umsatzerlöse)	13,2%	6,7%	4,7%	13,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		
Eigenkapitalquote (in % der Bilanzsumme)	22,0%	29,0%	25,5%	26,6%	31,0%	28,7%	32,3%	33,4%		
Verzinsliches Fremdkapital/EBITDA	3,1	2,8	3,0	3,4	2,8	2,8	2,5	2,3		
Return on Capital Employed (adjusted)		9,7%	7,2%	12,2%	11,7%	13,7%	14,7%	16,6%		

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Die künftige Entwicklung der Vermögens- und Finanzlage von Schaeffler stellt sich zusammengefasst wie folgt dar:

- Im ersten Planjahr trotz rückläufiger Umsatzerlöse erheblicher Anstieg der Bilanzsumme, danach tendenziell unterproportionaler Anstieg
- Rückgang des Anteils des Anlagevermögens an der Bilanzsumme von 54 % (2023) auf 43 % (2028), was unter anderem auf den Rückgang der immateriellen Vermögensgegenstände zurückzuführen ist, die sich im Geschäftsjahr 2023 infolge einer Unternehmenstransaktion maßgeblich erhöht hatten
- CAPEX-Quote (nur Sachanlagen) von Schaeffler im Planungsverlauf allerdings über dem Median der Peer Group
- Nach erheblichen Verbesserungen der Lagerreichweite in der Vergangenheit weitere Verminderung bis auf 80 Tage (2028), im Wesentlichen wegen einer Optimierung der Logistikketten
- Geringfügiger Anstieg der Debitorenlaufzeit auf 63 Tage (2028)
- Liquide Mittel auf betriebsnotwendiges Niveau kalibriert
- Eigenkapitalquote infolge von Thesaurierungen von 26 % (2023) auf 33 % (2028) steigend
- Unterproportionaler Anstieg der verzinslichen Verbindlichkeiten, dadurch von 3,0 (2023) auf 2,3 (2028) verbesserte Deckung der finanziellen Verbindlichkeiten durch die Zahlungsüberschüsse aus dem operativen Geschäft
- Unverzinsliche Verbindlichkeiten im Wesentlichen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Kreditorenlaufzeit im Planungsverlauf geringfügig auf 75 Tage (2028) steigend

²⁹⁷ Zu den geringfügigen Modifikationen der vorgelegten Planungsrechnung vgl. Abschnitt F.II.2.b).

²⁹⁸ Die Bilanzwerte beziehen sich auf den 31. Dezember des jeweiligen Geschäftsjahres.

- ROCE (adjusted) bis auf 16,6 % (2028) steigend

cf) Gesamtwürdigung

Der Bewertungsgutachter erachtet die vorgelegte Planungsrechnung vor dem Hintergrund des geplanten Wachstums der Umsatzerlöse und des Vordringens in bisher weniger strikt bearbeitete Geschäftsfelder (Elektromobilität) insgesamt als ambitioniert, aber plausibel.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir eine eigenständige Plausibilisierung der vorgelegten Planungsrechnung vorgenommen. Die Ergebnisse unserer Plausibilisierung ergeben sich im Einzelnen aus den vorstehenden Abschnitten.

An dieser Stelle weisen wir darauf hin, dass sich der ROCE im Planungsverlauf bis auf 16,6 % erhöht. Unsere vorstehenden Ausführungen zusammenfassend halten wir die von Schaeffler vorgelegte Planungsrechnung für nachvollziehbar und plausibel. Wir teilen die Auffassung des Bewertungsgutachters, dass die Planungsrechnung einen gewissen Ambitionsgrad aufweist, aber erreichbar ist.

Prüfungsergebnis

Auf Grundlage der Feststellungen aus der Analyse des Planungsprozesses, der Planungstreue und der vorgelegten Planungsrechnung selbst ist festzuhalten, dass die von Schaeffler vorgelegte und aus bewertungssystematischen Gründen modifizierte Planungsrechnung geeignet ist, um auf ihrer Grundlage den objektivierten Unternehmenswert der Schaeffler AG zu ermitteln.

d) Konvergenz- und Fortführungsphase für die Bewertung von Schaeffler

Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass sich Schaeffler zum Ende des Detailplanungszeitraums (2028) noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet.

Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses (ab 2031) hat er daher die Ansätze der Detailplanungsphase (2024 bis 2028) durch Zwischenschaltung einer technischen Konvergenzphase von zwei Jahren (2028 und 2029) in nachhaltige Größen überführt. Dieses nachhaltige Ergebnis bildet die künftige Ertragskraft von Schaeffler bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung und ohne die Durchführung von Erweiterungsinvestitionen ab.

In einem ersten Schritt hat der Bewertungsgutachter die Umsatzerlöse von Schaeffler auf eine nachhaltig zu erwartende Umsatzgröße überführt.

Das Wachstum der Umsatzerlöse im letzten Planjahr der Detailplanungsphase (5,7 %) entspricht nicht den langfristigen Erwartungen. Schaeffler plant, das Elektromobilitätsgeschäft über den Planungshorizont weiter aufzubauen und entsprechend hohe Wachstumsraten erzielen zu können. Auch in den übrigen Geschäftsfeldern erwartet Schaeffler ein relativ hohes organisches Wachstum. Insgesamt wird aber weiterhin erwartet, dass die langfristige Nachfrage nach Fahrzeugen mit Verbrennungsmotoren tendenziell gedämpft wird, während die Zukunftsaussichten für Hybrid- und Elektrofahrzeuge künftig positiver sind.

Auf der Basis von Überlegungen zur langfristigen Inflationsentwicklung und zu den Möglichkeiten, steigende Kosten an die Kunden überwälzen zu können, schätzt der Bewertungsgutachter die nachhaltige Rate des Umsatzwachstums auf 1,0 %.

Er ist im Übrigen der Auffassung, dass ein gegenüber Vitesco Technologies deutlich schlechteres Rating im Wachstumsabschlag und damit auch im Wachstum der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen ist. Auf dieser Grundlage hat der die Wachstumsrate unter Berücksichtigung des Ratingeffektes um 0,18% auf 0,82 % gemindert.²⁹⁹ In der Konvergenzphase hat er die Wachstumsrate der Umsatzerlöse des letzten Planjahres (5,7 %) durch lineare Abschmelzung über zwei Jahre auf das nachhaltig zu erwartende Umsatzwachstum (0,82 %) überführt. Auf dieser Grundlage ergibt sich ein nachhaltiges Umsatzvolumen von € 23,820,1 Mio.

In einem zweiten Schritt hat der Bewertungsgutachter das nachhaltige Umsatzvolumen in nachhaltige Ergebnisgrößen überführt.

Dabei hat er das nachhaltige Umsatzvolumen unter Ansatz einer nachhaltig erzielbaren Rohertragsmarge von 21,9 % und einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,5 % in ein nachhaltiges Rohergebnis bzw. nachhaltiges EBITDA überführt. Die nachhaltige EBITDA-Marge entspricht dem Niveau der Peer Group und liegt nur geringfügig unter der für das letzte Planjahr erwarteten EBITDA-Marge von Schaeffler (14,0 %). Unter Heranziehung der nachhaltigen EBITDA-Marge (13,5 %) ergibt sich bei dem geschätzten nachhaltigen Umsatzvolumen (€ 23,820,1 Mio.) ein nachhaltiges EBITDA von € 3.215,7 Mio.

Das nachhaltige EBITDA hat der Bewertungsgutachter unter Ansatz von als nachhaltig angesehenen CAPEX-Quoten in ein nachhaltiges EBIT überführt. Dabei schätzt er die CAPEX-Quote der immateriellen Vermögenswerte des letzten Planjahres 2028 (0,2 %) und die CAPEX-Quote der Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen des letzten Planjahres 2028 (0,3 %) als nachhaltig ein. Bei der CAPEX-Quote der Sachanlagen hat sich der Bewertungsgutachter an der Peer Group orientiert (5,0 %). Abschreibungen in der Konvergenz- und Fortführungsphase sind in der Höhe angesetzt, dass sich unter Berücksichtigung der Investitionsausgaben ein Wachstum des Anlagevermögens von 0,82 % ergibt.

Auf dieser Basis ergeben sich nachhaltige Abschreibungen von € 1.260,5 Mio. und ein nachhaltiges EBIT von € 1.955,2 Mio.

Das nachhaltige Finanzergebnis hat der Bewertungsgutachter durch Fortentwicklung der verzinslichen Vermögensgegenstände und Schulden aus dem letzten Planjahr abgeleitet. Auf dieser Grundlage entwickelt sich das Finanzergebnis bis zum Beginn der ewigen Rente auf € -371,6 Mio.

Da Sondereffekte wie der Verbrauch der Verlustvorträge im deutschen steuerlichen Organkreis nicht mehr gesondert zu berücksichtigen sind, erachtet der Bewertungsgutachter die rechnerische effektive Steuerquote des letzten Planjahres (25,6 %) als nachhaltig. Auf dieser Grundlage ergibt sich ein nachhaltiger Steueraufwand von € 404,7 Mio. und ein nachhaltiger Jahresüberschuss von € 1.179,0 Mio.

Bei der Fortschreibung der Bilanz hat der Bewertungsgutachter die Bilanzposten Vorräte, Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen mit den Reichweitenkennziffern des letzten

²⁹⁹ Vgl. dazu auch Abschnitt F.II.3.ab).

Planjahres (2028) fortentwickelt. Die operative Mindestliquidität hat er unverändert in Höhe von 10 % der jährlichen Umsatzerlöse angesetzt. Das Eigenkapital wird unter Berücksichtigung der Jahresergebnisse und einer Ausschüttungsquote von 50,0 % fortgeschrieben. Die übrigen Bilanzposten hat der Bewertungsgutachter mit der Wachstumsrate (0,82 %) fortentwickelt.

Vor dem Hintergrund der erhaltenen Erläuterungen und unseres Verständnisses des Geschäftsmodells halten wir die Annahmen des Bewertungsgutachters zur Überleitung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz des letzten Planjahres (2028) über eine Konvergenzphase (2029 bis 2030) auf das nachhaltige Niveau (2031) für gut begründet und plausibel. Die zugehörigen Berechnungen konnten wir ohne Beanstandungen nachvollziehen.

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsgutachter hat die Fortschreibung der Planungsrechnung in der Konvergenz- und Fortführungsphase in plausibler und nachvollziehbarer Weise abgeleitet.

e) Nettoeinnahmen nach persönlichen Steuern von Schaeffler

Unter Hinweis auf unsere Erläuterungen zur Ableitung der Nettoeinnahmen nach persönlichen Steuern von Vitesco Technologies³⁰⁰ nehmen wir nachfolgend nur zu den abweichenden Annahmen Stellung.

In den letzten Jahren hat Schaeffler etwa 45 % seiner Jahresergebnisse ausgeschüttet. In Einklang mit der bisherigen und kommunizierten künftigen Ausschüttungspolitik³⁰¹ hat Schaeffler auch in der Planungsrechnung Ausschüttungen von jährlich etwa 45 % der Konzernergebnisse angesetzt.

Der Bewertungsgutachter erachtet die Ausschüttungsplanung von Schaeffler grundsätzlich als plausibel. Allerdings ergibt sich auf Grundlage seines Bewertungsmodells und unter Berücksichtigung der Finanzbedarfsrechnung erst im Jahr 2025 die Möglichkeit, Ausschüttungen vorzunehmen. Insoweit weichen die im Bewertungsmodell vorgesehenen Ausschüttungen von der vorgelegten Ausschüttungsplanung ab.

Wir erachten die Ausschüttungsplanung der Gesellschaft ebenfalls als plausibel. Wir weisen allerdings darauf hin, dass sich auf Grundlage der kommunizierten Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2023 eine höhere Ausschüttungsquote ergibt. Im Bewertungsmodell sind Ausschüttungen modelliert, die rechnerisch abweichende Ausschüttungsquoten ergeben. Dies ist Folge der eigenständigen Finanzbedarfsrechnung des Bewertungsgutachters. Wir haben uns davon überzeugt, dass diese Abweichungen im Ergebnis keinen wesentlichen Einfluss auf den Unternehmenswert von Schaeffler haben.

Der Bewertungsgutachter hat die nachhaltige Ausschüttungsquote – analog zur Bewertung von Vitesco Technologies – mit 50 % angesetzt. Die Größenordnung der nachhaltigen Ausschüttungsquote wird auch durch das Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen von Schaeffler belegt.

³⁰⁰ Vgl. Abschnitt E.II.2.e).

³⁰¹ Vgl. dazu Abschnitt F.I.2.a).

Zur Finanzierung des nachhaltigen operativen Wachstums ergibt sich auf Grundlage der Verhältnisse von Schaeffler eine zusätzliche Thesaurierung in Höhe von € 62,1 Mio., die nicht in den Wertbeitrag aus unmittelbarer Zurechnung einzubeziehen ist.

Wir halten das für die Bewertung von Schaeffler gewählte Vorgehen auch im Hinblick auf das Ausschüttungsverhalten und die damit verbundene Besteuerung aus den dargelegten Gründen zusammenfassend für sachgerecht und angemessen.

Prüfungsergebnis

Die Netto-Einnahmen für die Aktionäre von Schaeffler sind sachgerecht aus der integrierten Planung unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern abgeleitet.

3. Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung von Schaeffler

Im Zusammenhang mit der Würdigung der für die Bewertung von Vitesco Technologies angesetzten Marktrisikoprämie haben wir darauf hingewiesen, dass die Höhe der angesetzten Marktrisikoprämie – ebenso wie die des Basiszinssatzes – zwar den absoluten Unternehmenswert des jeweiligen Bewertungsobjekts verändern würde, diese Frage aber für die Festlegung eines Umtauschverhältnisses im Allgemeinen wenig Bedeutung besitzt, da die für alle Bewertungsobjekte geltenden Marktverhältnisse einheitlich in die Bewertung aller Unternehmen eingehen müssen.

Im vorliegenden Fall würden ein abweichender Basiszinssatz bzw. eine abweichende Marktrisikoprämie den Unternehmenswert von Schaeffler in nahezu demselben Verhältnis erhöhen bzw. vermindern wie den von Vitesco Technologies. Demzufolge verweisen wir in Bezug auf diese Parameter auf unsere Ausführungen zur Bewertung von Vitesco Technologies mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1.³⁰² Auch im Hinblick auf die methodischen und praktischen Anwendungsfragen bei der Ableitung von Betafaktoren verweisen wir zur Vermeidung von Wiederholungen auf unsere Ausführungen zur Bewertung von Vitesco Technologies mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1.³⁰³

Nachfolgend gehen wir nur auf die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes ein, die für jedes Bewertungsobjekt aufgrund seiner spezifischen Verhältnisse individuell zu bestimmen sind. Das sind der Betafaktor und der Wachstumsabschlag.

³⁰² Vgl. Abschnitt E.II.3.a) und Abschnitt E.II.3.bb).

³⁰³ Vgl. Abschnitt E.II.3.bca).

a) Unterschiedliche Parametrisierung bei den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes im Vergleich zur Bewertung von Vitesco Technologies

aa) Betafaktor

Der Bewertungsgutachter hat auch für Schaeffler den originären Betafaktor abgeleitet. Ebenso wie für Vitesco Technologies kann für Zeiträume nach dem 8. Oktober 2023 ein unverzerrter Eigenbetafaktor nicht abgeleitet werden. Für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren vor dem 9. Oktober 2023 ergebe sich – ebenso wie für einen fünfjährigen Betrachtungszeitraum – ein unverschuldeter Eigenbetafaktor von etwa 0,7. Zwar spreche das Ergebnis der durchgeführten Analysen zur Liquidität des Aktienhandels und der statistischen Tests nach den Kriterien der Rechtsprechung nicht dagegen, dass diese Messungen für eine Ableitung des Betafaktors verwendet werden könnten.

Allerdings berge die Ableitung des Eigenbetafaktors ausschließlich aus der Kursentwicklung von Vorzugsaktien³⁰⁴ Einschränkungen hinsichtlich der umfassenden Abbildung des operativen Risikos des Unternehmens. Sämtliche 500 Mio. von Schaeffler ausgegebenen Stammaktien haben keine Börsenzulassung. Sie befinden sich ausschließlich im Besitz der IHO Verwaltungs GmbH, die damit einen Kapitalanteil von 75,1 % an Schaeffler hält.³⁰⁵ Die Analyse des Betafaktors über den Zeitraum vom 1. Januar 2021 bis zum 8. Oktober 2023 zeige an, dass der Kurs der Schaeffler-Vorzugsaktie nur sehr verhalten auf Änderungen der externen und internen Daten reagiert.

Das könne dadurch erklärt werden, dass die Kursentwicklung der Aktie eines Unternehmens, bei dem ein Mehrheitsaktionär sämtliche Stimmrechte hält, da die übrigen Aktionäre nur Vorzugsaktien halten, möglicherweise nur in geringem Maße an die operative Entwicklung des Unternehmens gekoppelt ist. Diesbezüglich hat der Bewertungsgutachter festgestellt, dass der Eigenbetafaktor der Schaeffler-Vorzugsaktie sich in den zwei Jahren vor Ankündigung des Erwerbsangebots sehr stabil in einem Bereich von 0,6 bis 0,7 bewegt hat, während Vergleichsunternehmen bei deutlichen Marktbewegungen wie beispielsweise bei Ausbruch des Ukraine-Krieges stärkere Ausschläge des Betafaktors gezeigt hätten.

Die Entkoppelung der Kursentwicklung der Schaeffler-Vorzugsaktie von der Marktentwicklung und die deutlich schwächere Rendite können nach Auffassung des Bewertungsgutachters auch auf einen Konzentrationseffekt zurückzuführen sein. Die Diversifikation über die drei Sparten mit jeweils unterschiedlicher Zyklizität könnte die Bewertung durch Anleger und das Verständnis für das Gesamtunternehmen erschweren und dazu führen, dass die Schaeffler-Vorzugsaktie an der Börse eventuell vernachlässigt ist und einen Holdingabschlag abbildet. Dass die Schaeffler-Vorzugsaktie die ökonomische Entwicklung des Unternehmens über Phasen nicht reflektiert und sich stattdessen relativ flach im Vergleich zum Markt bewegt, könne im Übrigen auch auf die hohe Dividendenrendite der Schaeffler-Vorzugsaktie zurückzuführen sein.³⁰⁶

Bei einer Verwendung der historischen Daten vor dem 9. Oktober 2023 sei im Übrigen die aktuelle strategische Ausrichtung zunehmend hin zur Elektromobilität, die einer der Wachstumstreiber des Unternehmens sein soll, nicht abgebildet. Im Vergleich zur bewertungsrelevanten Unternehmensplanung, die

³⁰⁴ Während für Vitesco Technologies ausschließlich Stammaktien ausgegeben sind und gehandelt werden.

³⁰⁵ Vgl. Abschnitt F.I.1.

³⁰⁶ Dies ist insbesondere deshalb plausibel, da bei Markteinbrüchen so lange eine schwächere Abwärtsentwicklung einer Aktie erwartet werden kann, wie diese eine weiterhin hohe Dividendenrendite verspricht. Aktienkurse brechen oft erst dann ein, wenn Dividendenkürzungen oder gar -streichungen angekündigt werden.

auf organischem Wachstum basiere, seien in den vergangenen fünf Jahren – von einer Erholung der Umsatzerlöse auf das Niveau vor der COVID-19-Pandemie abgesehen – geringere Wachstumsraten zu beobachten gewesen. Somit sei die Unternehmensplanung im Vergleich zur Historie durch die Veränderung des Schwerpunkts der Geschäftstätigkeit geprägt.

Aus diesen Gründen sei der Eigenbetafaktor von Schaeffler keine geeignete Basis für die Schätzung des zukünftigen operativen Risikos des Unternehmens.

Wir halten diese Schlussfolgerung aus den genannten Gründen für nachvollziehbar und sehr plausibel. Im Übrigen konnten wir auch den vom Bewertungsgutachter ermittelten unverschuldeten Eigenbetafaktor mit unseren Kapitalmarktmodellen ohne Beanstandungen verifizieren.

Für die Bewertung von Schaeffler musste also der Betafaktor aus den Ergebnissen einer Peer Group-Analyse abgeleitet werden. Der Bewertungsgutachter ist dabei grundsätzlich ebenso wie bei der Bewertung von Vitesco Technologies vorgegangen. Die Ableitung der Peer Group und die dabei durchgeführten Analysen haben wir vorstehend gewürdigt.³⁰⁷ Hinsichtlich der Bestimmung von Vergleichsunternehmen hat der Bewertungsgutachter grundsätzlich auf dieselbe „Long List“ zurückgegriffen, die er auch bei der Bestimmung von Vergleichsunternehmen von Vitesco Technologies verwendet hat. Er hat diese um sieben zusätzliche Unternehmen erweitert, die in der Berichterstattung von Schaeffler als vergleichbare Unternehmen zusätzlich genannt worden sind.

Im Unterschied zu der Peer Group von Vitesco Technologies, bei der die Vergleichsunternehmen ebenfalls der Automobilzuliefererbranche angehören, hat der Bewertungsgutachter im Rahmen der Überprüfung der operativen Vergleichbarkeit explizit nicht den Fokus auf E-Mobilität gesetzt. Er hat vielmehr für die Peer Group von Schaeffler den Fokus auf mechanische Komponenten für den Antriebsstrang für Verbrenner-, Hybrid- und Elektrofahrzeuge und – soweit dies aufgrund der übrigen Kriterien möglich war – auf Industrieranwendungen gelegt.

Als Ergebnis unserer Prüfung halten wir es für sachgerecht, zur Ableitung des Betafaktors für die Bewertung von Schaeffler auf die sich für die elf im Bewertungsgutachten dargestellten Vergleichsunternehmen ergebenden Betafaktoren zurückzugreifen.

Der Bewertungsgutachter stellt die Ergebnisse seiner Berechnungen des verschuldeten und des unverschuldeten Betafaktors für die Regressionen gegen einen möglichst marktbreiten lokalen Index für die durchgeführten Analysezeiträume (fünf Jahre anhand monatlich gemessener Renditen sowie zwei Jahre anhand wöchentlich gemessener Renditen) für die elf Unternehmen der Peer Group im Vergleich zu den ermittelten Betafaktoren von Schaeffler tabellarisch dar.

Auch für die Peer Group von Schaeffler zeigt sich im Ergebnis, dass die Betafaktoren für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum ein etwas höheres Niveau aufweisen. Der Bewertungsgutachter führt dies auf in dem längeren Betrachtungszeitraum enthaltene Sondereffekte, zum Beispiel aus der COVID-19-Pandemie, zurück, und hält deshalb die Ergebnisse für den Zweijahreszeitraum tendenziell für aussagekräftiger.

³⁰⁷ Vgl. Abschnitt E.II.3.bcc).

Auf Grundlage der Datenpunkte zum 23. Februar 2024 ergeben sich für den zweijährigen Beobachtungszeitraum verschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,92 bis 1,70 (Einzelwerte) bzw. 1,35 (Mittelwert) bis 1,47 (Median). Die unverschuldeten Betafaktoren spannen eine Bandbreite von 0,55 bis 1,44 (Einzelwerte) auf. Der Mittelwert beträgt 0,88 und der Median 0,89. Die für die am besten vergleichbaren Unternehmen der Peer Group abgeleiteten Betafaktoren liegen oberhalb der Werte für die gesamte Peer Group.

Der Bewertungsgutachter erachtet den fünfjährigen Beobachtungszeitraum – wie oben dargelegt –³⁰⁸ nicht als relevant. Für diesen ergeben sich höhere Betafaktoren.

In Anbetracht eines nicht aussagekräftigen Eigenbetafaktors von Schaeffler, der umfassenden Analyse der Betafaktoren der Peer Group unter besonderer Berücksichtigung der am besten vergleichbaren Unternehmen sowie des Risikoprofils der zukünftigen finanziellen Überschüsse von Schaeffler, besonders im Kontext erheblicher erwarteter Umsatzsteigerungen durch die geplante Erweiterung des Elektrifizierungsportfolios und der Umsetzung der „Strategie 2025“, die einen Wandel der Unternehmensausrichtung hin zur Elektromobilität beinhaltet, sei der Ansatz eines Betafaktors von 0,95 für die Bewertung von Schaeffler sachgerecht.

Bei unseren eigenen Erhebungen³⁰⁹ ergeben sich teilweise abweichende Einzelwerte, die sich bei einer Verdichtung auf den Mittelwert bzw. Median weitgehend ausgleichen. Unter Würdigung auch der Ergebnisse für Regressionen gegen einen globalen Index und unter Einbeziehung auch des Fünfjahreszeitraums erachten wir den Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors in Höhe von 0,95 als ausgewogene Vorgehensweise.

Prüfungsergebnis

Unter Würdigung des Geschäftsmodells von Schaeffler halten wir den für die Bewertung von Schaeffler gewählten unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,95 für sachgerecht.

ab) Wachstumsabschlag

Hinsichtlich der allgemeinen Faktoren, die bei Würdigung des im Rahmen einer Bewertung auf Grundlage des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 angesetzten Wachstumsabschlags zu berücksichtigen sind, verweisen wir auf unsere Ausführungen zur Würdigung des im Rahmen der Bewertung von Vitesco Technologies angesetzten Wachstumsabschlags.³¹⁰

Der Bewertungsgutachter hat für die Bewertung von Schaeffler einen Wachstumsabschlag in Höhe von 1,00 % (vor Abschlag zur Berücksichtigung eines Ratingeffekts und vor persönlichen Steuern) angesetzt.

In dem für die Bewertung von Schaeffler angesetzten Wachstumsabschlag ist reflektiert, dass Schaeffler deutlich später als Vitesco Technologies einen strategischen Schwerpunkt in der Forschung und Entwicklung sowie Vermarktung von Produkten auf dem Markt für E-Mobilität gesetzt hat, so dass der Anteil anderer Produkte an den Umsatzerlösen von Schaeffler auch zum Ende des Planungshorizonts noch

³⁰⁸ Vgl. Abschnitt E.II.3.bcd).

³⁰⁹ Vgl. dazu auch Abschnitt E.II.3.bcb).

³¹⁰ Vgl. Abschnitt E.II.3.c).

vergleichsweise groß ist. Diese Produkte beinhalten auch im Jahr 2028 noch in größerem Umfang Anwendungen, die bei Verbrenner- und Hybridfahrzeugen eingesetzt werden. Zumindest für Verbrennerfahrzeuge sind die Wachstumsaussichten gedämpft und ein Ende des Einsatzes dieser Technologie absehbar.

Insofern ist der Bewertungsgutachter der Auffassung, dass die langfristigen Wachstumsaussichten von Schaeffler geringer sind als diejenigen von Vitesco Technologies. Aber auch auf dem wachstumsstarken Markt für E-Mobilität sind die Wachstumsaussichten langfristig durch das Kaufkraftwachstum der Kunden und den sich intensivierenden Wettbewerb begrenzt. Im Übrigen hat auch Schaeffler in bestimmten Marktsituationen steigende Einkaufspreise auch auf dem Markt für Verbrennerfahrzeuge in vollem Umfang auf die Kunden überwälzen können. Sinkende Einkaufspreise und Effizienzgewinne mussten aber zumeist auch auf diesem Markt in Form von Preissenkungen an die Kunden weitergegeben werden.

Unter Würdigung aller Umstände sei das nachhaltige Ergebniswachstum nach Auffassung des Bewertungsgutachters immerhin mit 1,0 % zu beziffern, was im Vergleich gegenüber Vitesco Technologies einem um 0,75 % niedrigerem langfristigen Ergebniswachstum entspricht.

Wir halten diese Einschätzung und die auf dieser Grundlage als Ausgangspunkt weiterer Überlegungen festgesetzte Wachstumsrate unter Hinweis auch auf unsere Ausführungen zur Würdigung des im Rahmen der Bewertung von Vitesco Technologies angesetzten Wachstumsabschlags für nachvollziehbar und plausibel.

Der Bewertungsgutachter ist des Weiteren der Auffassung, dass ein gegenüber Vitesco Technologies deutlich schlechteres Rating im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen ist. In der Betriebswirtschaftslehre wird seit langem diskutiert, wie Insolvenzrisiken bei der Bewertung eines Unternehmens zu berücksichtigen sind. Dabei wird insbesondere auch der Vorschlag gemacht, Ausfallrisiken als Abzug von der Wachstumsrate zu berücksichtigen.³¹¹

In der Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen wird ein solcher Abschlag zumeist nicht angesetzt. Oftmals ist das darauf zurückzuführen, dass die zu bewertenden Unternehmen eine geringe Verschuldung aufweisen und sich plangemäß weiter entschulden sollen. Dies ist im vorliegenden Bewertungsfall anders. Schaeffler hat ein Rating im Bereich des „Non-Investment-Grade“. Der Bewertungsgutachter hat den Effekt der Ausfallrisiken eines Unternehmens der Rating-Klasse von Schaeffler ermittelt und in einen Abschlag auf die Wachstumsrate umgerechnet. Nach dem Ergebnis seiner Berechnungen ist für das schlechtere Rating von Schaeffler eine um 0,18 % geringere Wachstumsrate anzusetzen. Unter Berücksichtigung auch der persönlichen Steuern beträgt der für die Bewertung von Schaeffler angesetzte Wachstumsabschlag somit 0,71 %.

Wir halten auch diese Überlegungen des Bewertungsgutachters für nachvollziehbar und im vorliegenden Bewertungsfall für sachgerecht. Wir konnten auch die zugehörigen Daten und Berechnungen ohne Beanstandungen verifizieren.

Vor dem Hintergrund der vorstehend dargelegten Überlegungen halten wir den für die Bewertung von Schaeffler angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 0,82 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 0,71 %

³¹¹ Vgl. z.B. Gleißner, BewertungsPraktiker 2017, S. 42 ff.

(nach persönlichen Steuern) für sachgerecht. Der angesetzte Wachstumsabschlag entspricht im vorliegenden Bewertungsfall einem nachhaltigen Gewinnwachstum der Schaeffler-Gruppe von 5,6 %.

Prüfungsergebnis

Auf der Grundlage der dargestellten Überlegungen halten wir den für die Bewertung von Schaeffler angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 0,71 % zusammenfassend für sachgerecht.

b) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung von Schaeffler

Zusammenfassend ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz wie folgt:

Schaeffler Ableitung der Kapitalkosten %	Planung					Konvergenz		TV ab 2031
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönliche Einkommensteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor (verschuldet)	1,40	1,58	1,38	1,48	1,36	1,35	1,20	1,20
Risikozuschlag	8,04%	9,07%	7,94%	8,49%	7,83%	7,79%	6,90%	6,91%
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	9,88%	10,91%	9,78%	10,34%	9,67%	9,63%	8,74%	8,75%
Wachstumsabschlag								-0,71%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	9,88%	10,91%	9,78%	10,34%	9,67%	9,63%	8,74%	8,03%

Quellen: S&P Global, Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

4. Ableitung des Unternehmenswerts von Schaeffler

a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von Schaeffler

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von Schaeffler zum 24. April 2024 ermittelt sich wie folgt:

Schaeffler Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen € Mio.	Planung					Konvergenz		TV ab 2031
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresüberschuss	593,4	770,1	947,3	1.091,2	1.328,2	1.203,9	1.169,4	1.179,0
Ausschüttung	0,0	15,9	361,6	193,2	562,5	0,0	584,7	589,5
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	0,0	-4,2	-95,4	-50,9	-148,4	0,0	-154,2	-155,5
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	593,4	754,2	-141,1	898,0	467,3	1.203,9	61,6	62,1
Thesaurierung mit fiktiver Hinzurechnung	0,0	0,0	726,8	0,0	298,4	0,0	523,1	527,4
Persönliche Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0,0	0,0	-95,8	0,0	-39,4	0,0	-69,0	-69,6
Nettoeinnahmen	0,0	11,7	897,2	142,2	673,2	0,0	884,6	891,9
Kapitalkosten	9,88%	10,91%	9,78%	10,34%	9,67%	9,63%	8,74%	8,03%
Barwertfaktor	0,9101	0,9016	0,9109	0,9063	0,9119	0,9122	0,9196	12,4465
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	7.402,1	8.133,7	9.009,5	8.993,6	9.780,8	10.053,1	11.021,2	11.100,4
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2023	7.402,1							
Aufzinsungsfaktor		1,03						
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 24. April 2024	7.625,2							

Quellen: Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Darstellung.

b) Sonderwerte für die Bewertung von Schaeffler

Nach Auskünften von Schaeffler sind sämtliche Vermögensgegenstände und Schulden – mit Ausnahme der zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte – als betriebsnotwendig anzusehen.

Wir haben im Rahmen unserer Prüfung darüber hinaus keine weiteren nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände oder Schulden identifiziert.

Die Immobilien von Schaeffler werden – soweit nicht zur Veräußerung vorgesehen – ausschließlich betrieblich genutzt. Dementsprechend sind sie nach dem sogenannten funktionalen Abgrenzungskriterium sämtlich als betriebsnotwendig zu klassifizieren. Über das üblicherweise aus Repräsentationsgründen erforderliche Maß hinausgehende bzw. einen erheblichen Wert aufweisende Bestände an Kunst- oder sonstigen Ausstattungsgegenständen haben wir nicht identifiziert. Zudem sind wir der Auffassung, dass aus den sich plangemäß³¹² zu den jeweiligen Bilanzstichtagen ergebenden Liquiditätsbeständen keine Mittel als nicht betriebsnotwendig separiert und gesondert angesetzt werden müssen.

Der Bewertungsgutachter hat für vier Sachverhalte jeweils einen Sonderwert angesetzt. Dabei handelt es sich um Sonderwerte für die aktuelle Beteiligung von Schaeffler an Vitesco Technologies (€ 910,3 Mio.), für nicht konsolidierte Beteiligungen (€ 119,7 Mio.) und zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte (€ 24,5 Mio.). Anteile von Minderheiten hat er durch einen negativen Sonderwert (€ -401,0 Mio.) berücksichtigt.

Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass die Beteiligung von Schaeffler an Vitesco Technologies (38,87 %) in der Planungsrechnung noch nicht berücksichtigt sein konnte, bei Ermittlung des Unternehmenswerts von Schaeffler zum 24. April 2024 aber zu berücksichtigen ist. Im Gegenzug sind auch die Mittel, die Schaeffler für den Erwerb dieser Beteiligung aufgewendet hat, zu berücksichtigen, weil sie in der Aufsatzbilanz noch enthalten, aber im Geschäftsjahr 2024 abgeflossen sind.

Um diesem Umstand in angemessener Weise Rechnung zu tragen, hat er den Mehrwert, den diese Beteiligung nach seinen Berechnungen aufweist, als Sonderwert dem Unternehmenswert von Schaeffler hinzugesetzt. Der gesamte Unternehmenswert von Vitesco Technologies zum 31. Dezember 2023 beträgt € 5.401,4 Mio. Unter Zugrundelegung der aktuellen Beteiligungshöhe errechnet sich daraus ein Wert für die Beteiligung an der Vitesco Technologies in Höhe von € 2.099,7 Mio.

Von dem Wert der Beteiligung hat der Bewertungsgutachter den Kaufpreis der über ein öffentliches Erwerbsangebot erworbenen Aktien von insgesamt € 1.124,0 Mio. in Abzug gebracht. Der Kaufpreis wurde über die Ausgabe einer Anleihe von € 1.087,0 Mio. und Barmittel in Höhe von € 37,0 Mio. erbracht, die er für Zwecke der Ermittlung des Ertragswerts von Schaeffler aus der Aufsatzbilanz eliminiert hat. Daneben wurde eine Abschlusszahlung aus einem Anfang 2024 aufgelösten Total Return Swap, im Zusammenhang mit dem Schaeffler weitere Aktien erworben hatte, in Höhe von € 65,4 Mio. in Abzug gebracht.

Somit beträgt der Sonderwert für die Beteiligung an Vitesco Technologies € 910,3 Mio. (netto).

³¹² Entsprechend der vom Bewertungsgutachter angepassten Liquiditätsplanung, die die plausiblen Annahmen zur Höhe der Mindestkasse beachtet.

In der Planungsrechnung sind eventuell anfallende Ergebnisbeiträge von zwölf Unternehmen nicht enthalten, da diese Unternehmen aus Wesentlichkeitsgründen nicht konsolidiert werden. Der Bewertungsgutachter hat die zugehörigen Geschäftsanteile mit ihren beizulegenden Zeitwerten zum 31. Dezember 2023 entsprechend den Angaben im Konzernanhang von Schaeffler, in Summe mit € 119,7 Mio., angesetzt.

Die zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte umfassen eine weitere nicht konsolidierte Beteiligung sowie Immobilien. Der Bewertungsgutachter hat diese Vermögensgegenstände zum beizulegenden Zeitwert abzüglich erwarteter Veräußerungskosten, wie sie in der Konzernbilanz von Schaeffler zum 31. Dezember 2023 enthalten sind (€ 24,5 Mio.), angesetzt.

Der Bewertungsgutachter hat die Anteile von Minderheiten an den künftigen Konzernergebnissen nicht im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens unmittelbar berücksichtigt, sondern den ermittelten Wert in Höhe von € -401,0 Mio. aus Darstellungsgründen als negativen Sonderwert wertmindernd berücksichtigt.

Der Bewertungsgutachter hat diese Sonderwerte jeweils zum technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2023) ermittelt. Nach Aufzinsung auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (24. April 2024) ergibt sich aus den Sonderwerten ein Wertbeitrag von insgesamt € 673,2 Mio.

Wir halten die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters bei der Ermittlung der Sonderwerte dem Grund und der Höhe nach für sachgerecht. Wir konnten die den Berechnungen zugrunde liegenden Ausgangsgrößen ohne Beanstandungen abstimmen und die erforderlichen Berechnungen nachvollziehen.

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsgutachter hat die Sonderwerte für nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte und weitere als Sonderwerte abgebildete Sachverhalte sachgerecht ermittelt und dem Ertragswert in Höhe von insgesamt € 673,2 Mio. hinzugefügt. Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist uns im Verlauf unserer Prüfung nicht bekannt geworden.

c) Unternehmenswert von Schaeffler

Der Unternehmenswert von Schaeffler zum Tag der Hauptversammlung, in der die Aktionäre von Vitesco Technologies über die geplante Verschmelzung von Vitesco Technologies auf Schaeffler Beschluss fassen sollen (Bewertungsstichtag; 24. April 2024) ergibt sich aus der Addition des Ertragswerts (€ 7.625,2 Mio.) und des Wertbeitrags aus Sonderwerten (€ 673,2 Mio.), in Summe also € 8.298,5 Mio. Das sind umgerechnet € 12,46 je Schaeffler-Aktie.

d) Vergleich mit dem Liquidationswert von Schaeffler

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von Schaeffler nicht ermittelt.

Schließlich werde Schaeffler fortgeführt. Zudem liege der Fortführungswert schon aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung.

Eine Berücksichtigung des Liquidationswerts von Schaeffler scheidet im Übrigen bereits deshalb aus, weil die Planungsrechnung von Schaeffler von einem signifikanten Wachstum der Umsatzerlöse auf Basis eines hohen zum Bewertungsstichtag vorhandenen Auftragsbestands mit einem Margenniveau auf Höhe der Peer Group ausgehe und die geplante Rendite auf das eingesetzte Kapital sehr nahe an oder über den Kapitalkosten liegen solle und somit davon auszugehen sei, dass die Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.

Wir haben diese Überlegungen verifiziert und halten es ebenfalls nicht für erforderlich, den Liquidationswert herzuleiten.

III. Bewertung von Schaeffler mit dem Börsenkurs

Die Frage, ob – und gegebenenfalls wie – eine Bewertung zum Börsenkurs durchzuführen ist, haben wir ausführlich im Zusammenhang mit der Bewertung von Vitesco Technologies mit dem Börsenkurs³¹³ beantwortet. In dem zugehörigen Abschnitt sind alle relevanten Fragestellungen allgemein und übergreifend sowie auch konkret in Bezug auf die Verhältnisse bei Vitesco Technologies beantwortet. In diesem Abschnitt halten wir die allgemeinen Ausführungen möglichst kurz, um Wiederholungen zu vermeiden. Insoweit verweisen auf unsere Ausführungen zur Bewertung von Vitesco Technologies.

Zu berücksichtigen ist an dieser Stelle allerdings, dass im Fall von Schaeffler ausschließlich Vorzugsaktien gehandelt werden. Diese machen lediglich etwa 25 % des Grundkapitals von Schaeffler aus und werden zu einem nicht unerheblichen Teil von einem Großaktionär gehalten. Daraus können sich aus ökonomischer Sicht Einschränkungen des Handels und gegebenenfalls der Liquidität ergeben, so dass der Börsenkurs der Vorzugsaktien von Schaeffler den Unternehmenswert von Schaeffler nicht vollständig widerspiegeln und keine verlässliche Aussagekraft über den Verkehrswert der einzelnen Unternehmensbeteiligung an Schaeffler erlauben könnte.

Bei einer Ermittlung des 3M-VWAP der Schaeffler-Vorzugsaktie – so dieser denn maßgeblich sein sollte – ist ebenfalls der Zeitraum vom 9. Juli 2023 bis 8. Oktober 2023 heranzuziehen, da die Ankündigung der Verschmelzung naturgemäß nicht nur Vitesco Technologies, sondern auch Schaeffler betrifft. Potenzielle Kurseinflüsse aus dieser Ankündigung dürfen also auch einen für die Bewertung von Schaeffler verwendeten Durchschnittskurs nicht verzerren.

Auch für die Berechnung des 3M-VWAP sind nur die Umsätze der Frankfurter Wertpapierbörse einschließlich des XETRA-Handels maßgeblich. Insgesamt wurden in dem maßgeblichen Zeitraum 21.618.106 Schaeffler-Vorzugsaktien für insgesamt rund € 119,8 Mio. gehandelt. Als Ergebnis der

³¹³ Vgl. Abschnitt E.III.

Berechnungen ergibt sich ein 3M-VWAP in Höhe von € 5,54. Hochgerechnet ergibt sich aus dem Börsenkurs der Schaeffler-Vorzugsaktie eine Marktkapitalisierung von Schaeffler in Höhe von € 3.689,6 Mio. Da der Kurs der Schaeffler-Vorzugsaktien für das Erwerbsangebot nicht relevant war, hat die BaFin dazu keine Auskünfte erteilt.

Damit liegt der ermittelte objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1³¹⁴ über dem ermittelten 3M-VWAP von Schaeffler. Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH ist der 3M-VWAP in Höhe von € 5.54 je Schaeffler-Vorzugsaktie dennoch für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses grundsätzlich relevant, falls die relevanten Liquiditätskriterien oder etwaige Börsenkurs- oder Marktverzerrungen gemäß der Rechtsprechung nicht dagegensprechen. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht kann allerdings die alleinige Verwendung von Börsenkursen als Grundlage des Unternehmenswerts eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt zum relevanten Stichtag des 3M-VWAP, wie z.B. die verabschiedete Unternehmensplanung oder dem Kapitalmarkt noch nicht bekannte Akquisitionen, verwendet.

Im vorliegenden Fall hält Schaeffler zum Bewertungsstichtag eine Beteiligung in Höhe von 38,87 % an Vitesco Technologies, die zum Zeitpunkt der Ankündigung des Erwerbsangebots am 9. Oktober 2023 noch nicht bestand und deshalb zu diesem Zeitpunkt nicht im Börsenkurs der Schaeffler-Vorzugsaktie reflektiert war. Folglich ist der 3M-VWAP von Schaeffler – falls grundsätzlich geeignet – zwingend zu adjustieren.

Es ist somit im Folgenden – ebenso wie für die Vitesco-Aktien – zu untersuchen, ob sich der ermittelte 3M-VWAP in Höhe von € 5,54 je Schaeffler-Vorzugsaktie auf Grundlage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt gebildet hat und die sich daraus errechnende Marktkapitalisierung in Höhe von € 3.689,6 Mio. – der Auffassung des BGH in seiner jüngsten Rechtsprechung folgend – einen tauglichen Schätzer für den Unternehmenswert darstellt.

Der erste Prüfungsschritt ist die Frage, ob in dem maßgeblichen Referenzzeitraum ein Informationsgefälle zwischen Unternehmen und Marktteilnehmern und/oder denkbare Kursverzerrungen vorliegen.

Die Informationspflichten sind für die Schaeffler AG, deren Aktien ebenfalls zum Handel im Prime Standard zugelassen sind, vergleichbar mit Vitesco Technologies. Im Zusammenhang mit unserer Prüfung haben wir keine Hinweise dafür erhalten, dass die Schaeffler AG ihren Informationspflichten nicht ordnungsgemäß nachgekommen ist.

Als Unternehmen, dessen Aktien nicht nur im Prime Standard gehandelt, sondern darüber hinaus auch Bestandteil eines wichtigen Aktienindex wie dem SDAX sind, wird Schaeffler ebenfalls von zahlreichen Analysten beobachtet, die auf der Homepage von Schaeffler auch einzeln aufgeführt sind. Wir haben die Reports der Analysten daraufhin untersucht, ob die darin verarbeiteten Prognosen sich im Wesentlichen mit den Erwartungen des Managements decken. Dabei haben wir festgestellt, dass wesentliche Abweichungen nicht erkennbar sind.

³¹⁴ Vgl. Abschnitt F.II.4.c).

Es ist allerdings einschränkend darauf hinzuweisen, dass die Güte der Prognosen bzw. der Grad der Übereinstimmung zwischen den externen Einschätzungen und der internen Planung – ebenso wie bei Vitesco Technologies – mit wachsendem zeitlichen Abstand vom jeweiligen Analysezeitpunkt abnimmt und dass externe Prognosen zumeist nur für wenige Jahre vorliegen.

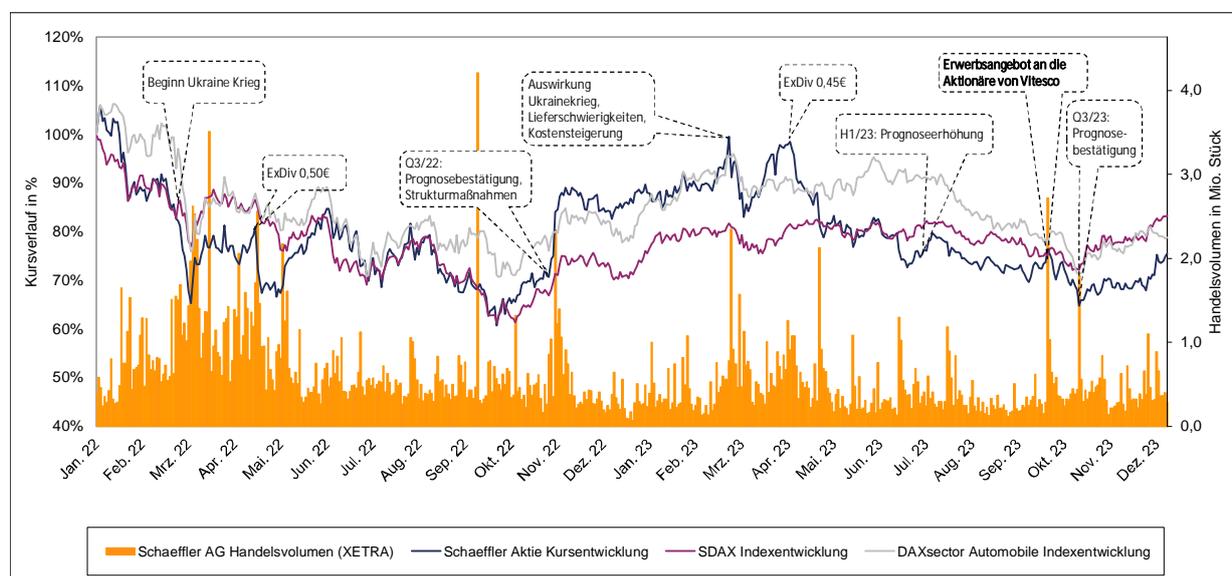
Als Ergebnis unserer Analyse der Broker-Reports zur Schaeffler-Vorzugsaktie stellen wir fest, dass in diesen die internen Erwartungen der näheren Zukunft zwar grundsätzlich abgebildet sind, dass aber die Veränderung des Geschäftsmodells von Schaeffler in der mittleren bis langfristigen Sicht nicht hinreichend reflektiert ist.

Zusammenfassend ist allerdings davon auszugehen, dass eine effektive Informationsverarbeitung durch den Markt grundsätzlich möglich ist, da die in Abschnitt E.III genannten Negativ-Kriterien für die Analyse eines potenziellen Informationsgefälles nicht erfüllt werden.

Im Hinblick auf die Analyse einer möglichen Kursverzerrung hat der Bewertungsgutachter auch den Kursverlauf der Schaeffler-Vorzugsaktie über einen Zeitraum von zwei Jahren vor dem 9. Oktober 2023 analysiert und im Bewertungsgutachten auch grafisch dargestellt. Als Ergebnis seiner Analysen lässt sich festhalten, dass die Entwicklung des Kurses der Schaeffler-Vorzugsaktie durch die von ihm genannten Ereignisse erklärbar ist.

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters nachvollziehen können und um eigene Analysen ergänzt. Dabei haben wir zum einen untersucht, ob sich größere Kursveränderungen durch interne oder externe Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse von Schaeffler bzw. der Kursziele von Analysten erklären lassen und ob sich zum anderen Kursveränderungen ergeben haben, wenn Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse von Schaeffler bzw. der Kursziele von Analysten eine Veränderung der Kurse erwarten ließen.

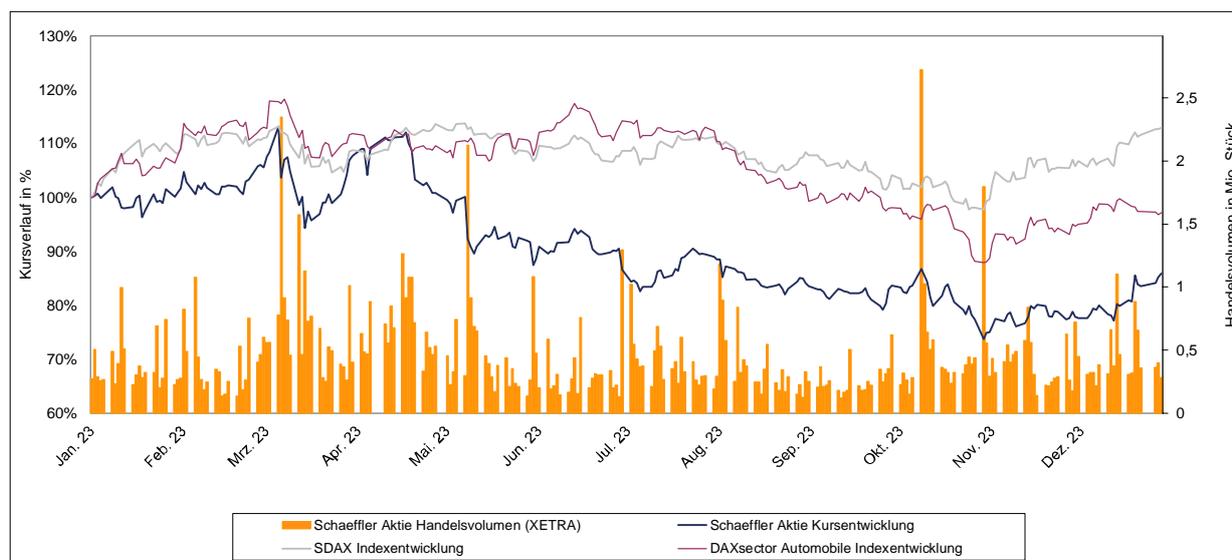
Für die Kalenderjahre 2022 und 2023 stellen sich die relative Entwicklung des Kurses der Schaeffler-Vorzugsaktie im Vergleich zu Referenzindizes und das tägliche Handelsvolumen der Schaeffler-Vorzugsaktie wie folgt dar:



Wie man in vorstehender Grafik erkennen kann, hat sich die Schaeffler-Vorzugsaktie zeitweise parallel zu den Vergleichsindizes entwickelt. Deutliche Abweichungen zu den Marktentwicklungen sind überwiegend durch unternehmensspezifische Entwicklungen erklärbar, wie zum Beispiel der Abschlag, der sich an dem Tag ergeben hat, an dem eine Dividende von € 0,50 je Schaeffler-Vorzugsaktie für das Geschäftsjahr 2021 ausgezahlt worden ist.³¹⁵ Umgekehrt hatte die Ankündigung des Abbaus von Stellen im November 2022 eine Outperformance der Schaeffler-Vorzugsaktie zur Folge. Seit April 2023 hat sich die Schaeffler-Vorzugsaktie schlechter als die Vergleichsindizes entwickelt.

Neben diesen generellen Trends zeigt die Kursentwicklung an den Tagen des Bekanntwerdens der von uns angeführten weiteren Ereignisse in einigen Fällen auch eine erkennbare Reaktion des Aktienkurses auf das jeweilige Ereignis an. In anderen Fällen ist eine Reaktion nicht erkennbar. Ebenso wie bei unseren Erläuterungen zur Entwicklung der Vitesco-Aktie weisen wir darauf hin, dass ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen der Entwicklung eines Aktienkurses und dem Veröffentlichungsdatum eines Ereignisses nicht immer nachgewiesen werden kann.

In der nachfolgenden Darstellung, bei der wir den Betrachtungszeitraum auf das Kalenderjahr 2023 verkürzt haben, zeigt sich die Underperformance der Schaeffler-Vorzugsaktie in der jüngeren Vergangenheit deutlicher:



Diese Underperformance reicht nach unserer Einschätzung zwar nicht dafür aus, als eine generelle Abkopplung der Entwicklung der Schaeffler-Vorzugsaktie von der Marktentwicklung gewertet zu werden. Trotzdem ist diese Entwicklung beachtlich, da wir in dem Zeitraum auch keine negativen Unternehmensnachrichten wahrgenommen haben. Stattdessen wurde die Ergebnisprognose mit Veröffentlichung des Halbjahresfinanzberichts Anfang August 2023 erhöht, und auch die Analysten gaben weit überwiegend die Empfehlung, die Schaeffler-Vorzugsaktie zu kaufen oder zumindest zu halten.

Das größte Handelsvolumen der Schaeffler-Vorzugsaktie ist am 9. Oktober 2023 zu verzeichnen. Eine wesentliche Kursreaktion der Schaeffler-Vorzugsaktie auf das an diesem Tag angekündigte Erwerbsangebot

³¹⁵ Das entspricht einer Dividendenrendite von mehr als 8 %.

an die Aktionäre von Vitesco Technologies ist in dieser Darstellung allerdings nicht erkennbar. Tatsächlich schwankte der Kurs der Schaeffler-Vorzugsaktie an diesem Tag, also untertäglich, erheblich.³¹⁶

Um festzustellen, ob sich der ermittelte 3M-VWAP auf Grundlage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt gebildet hat und die sich daraus errechnende Marktkapitalisierung einen tauglichen Schätzer für den Unternehmenswert darstellen könnte, haben wir in einem zweiten Schritt die Liquidität des Aktienhandels analysiert und dabei ebenfalls dieselben Kriterien geprüft, die wir auch bei der Prüfung der Liquidität des Aktienhandels von Vitesco Technologies zugrundegelegt haben.

Angesichts eines täglichen Handels und keiner Kurssprünge im Referenzzeitraum gelten die Kurse der Schaeffler-Vorzugsaktie nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV als aussagekräftig.

Der Bewertungsgutachter hat den Betrachtungszeitraum zur Untersuchung dieser Kriterien zusätzlich auf zwei Jahre vor dem 9. Oktober 2023 ausgedehnt. Auch an den übrigen Tagen dieses längeren Zeitraums wurde die Schaeffler-Vorzugsaktie gehandelt. Kurssprünge waren Anfang März 2022 mit zwei aufeinanderfolgenden Rückgängen von mehr als 5 %, gefolgt von zwei aufeinanderfolgenden Erhöhungen um mehr als 5 % zu verzeichnen. Diese Kurssprünge waren offensichtlich auf die Verunsicherungen der Märkte durch den Beginn des Ukraine-Krieges zurückzuführen und sind für den Handel der Vitesco-Aktie ebenfalls zu beobachten. Im Übrigen waren wegen des täglichen Handels auch in diesem längeren Zeitraum die Negativkriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV auch für die Schaeffler-Vorzugsaktie nicht kumulativ erfüllt.

Da die vorgenannten Kriterien aus betriebswirtschaftlicher Sicht nicht ausreichend wären, den Aktienhandel als genügend liquide und deshalb aussagekräftig für eine Ableitung des Unternehmenswerts aus dem Kurs der einzelnen Aktie anzusehen, hat der Bewertungsgutachter auch für die Schaeffler-Vorzugsaktie weitere Liquiditätskriterien überprüft.

Wie bereits dargestellt ist die Schaeffler-Vorzugsaktie im Referenzzeitraum täglich gehandelt worden. Die Marktkapitalisierung des Streubesitzes (Schlusskurse) beträgt im Durchschnitt dieses Zeitraums € 684,5 Mio. und zum letzten Börsentag des Referenzzeitraums (6. Oktober 2023) € 678,1 Mio. Sie liegt damit ebenfalls über der maßgeblichen Grenze von € 500,0 Mio., wenn auch nicht deutlich.

Im Referenzzeitraum wurde ein täglicher Umsatz in Schaeffler-Vorzugsaktien von durchschnittlich € 1,8 Mio. erzielt. Diese letzte Schwelle der Maßstäbe, die durch Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 mit einem geforderten durchschnittlichen täglichen Handelsumsatz von mindestens € 2,0 Mio. gesetzt werden,³¹⁷ wird durch den Handel mit Schaeffler-Vorzugsaktien im Referenzzeitraum unterschritten.

Zusammenfassend stellen wir fest, dass der Handel der Schaeffler-Vorzugsaktie die strengsten Maßstäbe (Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006) zwar in zwei Kriterien vollständig, aber in dem letzten Kriterium nicht vollständig erfüllen kann. Legt man auch die übrigen, von uns angeführten Überlegungen zugrunde, ist insgesamt allerdings tendenziell von einem liquiden Handel auszugehen. Die verbleibenden

³¹⁶ XETRA-Kurs der Schaeffler-Aktie am 9. Oktober 2023: Eröffnung € 5,28, Tief € 4,92, Hoch € 5,655, Schluss € 5,65.

³¹⁷ Täglicher Handel durchschnittlich in mindestens 500 Geschäften oder mit einem Umsatz von wenigstens € 2 Mio.

Zweifel an der Aussagekraft des Handels der Schaeffler-Vorzugsaktien im Referenzzeitraum sollten deshalb durch die weiteren Prüfungen widerlegt werden.

Die Analyseergebnisse für die übrigen Kriterien zur Überprüfung der Liquidität des Aktienhandels für die Schaeffler-Vorzugsaktie ergeben sich wie folgt:

- Aufnahme in Aktienindizes: die Schaeffler-Vorzugsaktie ist in einigen Aktienindizes enthalten,³¹⁸ wobei die Aufnahme in den SDAX nach unserer Auffassung eindeutig als klare Erfüllung dieser Anforderung anzusehen ist
- Relative Höhe des Streubesitzes: die vom Bewertungsgutachter genannte Grenze des relativen Streubesitzes von 5,0 % ist mit durchschnittlich 18,7 % im Referenzzeitraum eindeutig erfüllt
- Relatives Handelsvolumen: die vom Bewertungsgutachter genannte Grenze des relativen täglichen Handelsvolumens von 0,018 % ist mit durchschnittlich 0,050 % im Referenzzeitraum eindeutig erfüllt
- Absolutes Handelsvolumen: der von der Rechtsprechung zur Aussagekraft originärer Betafaktoren häufiger genannte, weniger strenge Schwellenwert (T€ 115)³¹⁹ ist mit täglichen Handelsumsätzen von T€ 648 bis T€ 6.748 eindeutig erfüllt
- Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne): die vom Bewertungsgutachter genannte Grenze von 1,0 % bzw. 1,25 % ist mit durchschnittlich 0,22 % eindeutig erfüllt

Der Bewertungsgutachter hat den Betrachtungszeitraum der vorstehend aufgeführten Analysen zusätzlich auf zwei Jahre vor dem 9. Oktober 2023 ausgedehnt. Die Ergebnisse der Analysen für den Referenzzeitraum werden auch für diesen Zeitraum im Wesentlichen bestätigt. Der Bewertungsgutachter weist außerdem zutreffend darauf hin, dass aus ökonomischer Sicht von den vorstehend genannten Kriterien vor allem der Bid-Ask-Spread als Maß für die Transaktionskosten von Bedeutung ist.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass auch das zweite Kriterium zur Feststellung einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt (Liquidität des Aktienhandels) im vorliegenden Fall unter Würdigung aller genannten Aspekte nicht dagegenspricht, den Börsenkurs als Schätzer für den Unternehmenswert zu verwenden.

Um festzustellen, ob sich der ermittelte 3M-VWAP auf Grundlage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt gebildet hat und die sich daraus errechnende Marktkapitalisierung einen tauglichen Schätzer für den Unternehmenswert darstellen könnte, haben wir uns – nach den zuvor ausführlich dargestellten beiden weiteren Schritten unserer Überprüfung – in einem letzten Schritt mit der Frage befasst, ob der originäre Betafaktor der Schaeffler-Vorzugsaktie als geeignet für Zwecke der Unternehmensbewertung anzusehen ist.

Wie oben dargestellt könnte der Betafaktor, der sich aus dem Handel der Schaeffler-Vorzugsaktie ergibt, bei der Bewertung von Schaeffler mit dem Fundamentalwert zwar grundsätzlich Verwendung finden, da die statistischen Maße (T-Test und Bestimmtheitsmaß) und die Kriterien für die Messung der Liquidität des Aktienhandels nichts Gegenteiliges anzeigen. Gleichwohl hält der Bewertungsgutachter das aus der Kursentwicklung der Schaeffler-Vorzugsaktie abgeleitete Eigenbeta aus den dargelegten Gründen nicht

³¹⁸ Vgl. Abschnitt F.I.1.

³¹⁹ Nach Auffassung der Deutsche Börse AG ist eine Aktie hinreichend liquide, wenn der Orderbuchumsatz tagesdurchschnittlich mindestens € 2,5 Mio. beträgt. Dieses strenge Kriterium wird von der Schaeffler-Aktie nicht erfüllt, wie wir im Zusammenhang mit der Prüfung der Kriterien des Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 bereits dargestellt haben.

für geeignet, das künftige operative Risiko von Schaeffler zu beziffern, was wir für nachvollziehbar halten.³²⁰

Nicht von der Rechtsprechung entschieden ist bislang außerdem die im vorliegenden Fall relevante Frage, ob Börsenkurse, die sich im Handel mit Aktien einer anderen Gattung als der im Rahmen der Strukturmaßnahme ausgegebenen Anteile gebildet haben, im Rahmen der Bewertung Berücksichtigung finden können.

Bezogen auf die geplante Verschmelzung von Vitesco Technologies mit Schaeffler stellt sich also die Frage, ob der Kurs der bislang börsennotierten stimmrechtslosen Vorzugsaktien von Schaeffler für Bewertungszwecke herangezogen werden kann, obwohl den Vitesco-Aktionären im Zuge der geplanten Verschmelzung stimmberechtigte Stammaktien von Schaeffler gewährt werden (die derzeit nicht börsennotiert sind).

In der Praxis zeigt sich, dass bei Unternehmen, bei denen sowohl Vorzugs- als auch Stammaktien notiert sind, die Kurse beider Aktiengattungen, teilweise deutlich voneinander abweichen. Nach unserer Auffassung wäre dies auch in diesem Fall zu erwarten, wenn Vorzugs- und Stammaktien von Schaeffler gleichzeitig eine Börsennotierung besäßen. Dies bedeutet, dass jedenfalls im Falle abweichender Aktiengattungen für Zwecke der Ermittlung der Wertrelation nicht ausschließlich auf das Verhältnis der Börsenkurse abgestellt werden kann.

Der Bewertungsgutachter stellt zusammenfassend fest, dass der 3M-VWAP der Schaeffler-Vorzugsaktie nicht uneingeschränkt geeignet sei, um den Verkehrswert von Schaeffler zu bemessen.

Zum einen hat er die Eignung des Eigenbetafaktors als Risikomaß aufgrund der ökonomischen Analyse, die über statistische Kriterien und eine Liquiditätsanalyse hinausgeht, abgelehnt.

Zum anderen seien für die Zwecke der Verschmelzung und die Ermittlung des Umtauschverhältnisses die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag maßgeblich. Zu diesem Zeitpunkt halte Schaeffler eine Beteiligung in Höhe von 38,87% an Vitesco Technologies.

Zudem sei zum Bewertungsstichtag bereits durch eine außerordentliche Hauptversammlung von Schaeffler und eine Sonderversammlung der Vorzugsaktionäre von Schaeffler mit den erforderlichen Mehrheiten die Umwandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien beschlossen worden, und den Vitesco-Aktionären würden im Zuge der Verschmelzung Stamm- und nicht Vorzugsaktien an der Schaeffler AG gewährt.

Im maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung der Gesamttransaktion und der Verschmelzung am 9. Oktober 2023 habe es diese Umstände noch nicht gegeben. Sie seien auch dem Kapitalmarkt noch nicht bekannt gewesen. Dementsprechend hätten sie in diesem Zeitraum auch nicht im Börsenkurs der Schaeffler-Vorzugsaktie reflektiert sein können.

Schließlich reichte, obwohl die Mindestanforderungen an die Liquidität der Schaeffler-Vorzugsaktie erfüllt seien, damit der Börsenkurs der Vorzugsaktien der Schaeffler AG überhaupt Beachtung finden könne,

³²⁰ Vgl. Abschnitt F.II.3.aa).

die Liquidität der Vorzugsaktien in der Vergangenheit teilweise nicht aus, damit große institutionelle Anleger in diese Aktien investieren könnten.

Unter anderem deshalb sowie aufgrund einer nachhaltigen Unterbewertung des ICE-Geschäfts von Schaeffler und eines gewissen Konglomeratabschlags ergebe sich eine Diskrepanz zwischen dem Börsenkurs der Vorzugsaktien der Schaeffler AG und dem ermittelten Ertragswert von Schaeffler.

Sehe man den Börsenkurs der Schaeffler-Vorzugsaktie als maßgeblich an, könne ein Vergleich der Börsenkurse der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger neben ertragswertbasierten Methoden nur einer der möglichen Faktoren zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses sein.

Wir teilen diese Einschätzung des Bewertungsgutachters und halten den Börsenkurs unter Würdigung der vorstehend genannten Aspekte ebenfalls nicht für uneingeschränkt geeignet, um aus ihm den Marktwert von Schaeffler zu bestimmen.

Ungeachtet dessen haben wir auch die verbleibenden Kriterien für eine effektive Informationsverarbeitung untersucht. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir keine Hinweise auf Marktmanipulationen oder Insiderhandel erhalten. Wir weisen in diesem Zusammenhang darauf hin, dass eine positive Bestätigung, dass weder Marktmanipulationen noch Insiderhandel aufgetreten sind, eine forensische Prüfung erfordert. Die Angemessenheitsprüfung ist nicht als forensische Prüfung angelegt.

Zusammenfassend halten wir fest, dass wir auf der Grundlage von Kriterien, die die bislang vorliegende Rechtsprechung zur Frage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt entwickelt hat und weiteren Vorschlägen, die sich aus der rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Diskussion zu dieser Frage ergeben haben, das Gesamtbild des Handels der Schaeffler-Vorzugsaktie nach unserer Auffassung den 3M-VWAP der Schaeffler-Vorzugsaktie für den Zeitraum vor dem 9. Oktober 2023 (€ 5,54) als nicht uneingeschränkt geeignet erscheinen lässt, um aus der Marktkapitalisierung den Unternehmenswert von Schaeffler abzuleiten.

Der Bewertungsgutachter weist zutreffend darauf hin, dass der 3M-VWAP – falls man der Auffassung wäre, dass er für die Bewertung von Schaeffler maßgeblich sein kann – zwingend um einen Werteffekt zu adjustieren wäre:

Maßgeblich ist der Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag (24. April 2024). Angesichts von denkbaren Verzerrungen des Börsenkurses durch die Ankündigung einer Maßnahme ist dieser nicht durch einen Dreimonatsdurchschnittskurs vor der Maßnahme zu bestimmen.³²¹ Einer Hochrechnung des 3M-VWAP entsprechend der „allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung“ ist nicht vorzunehmen.³²²

Es stellt sich gleichwohl die Frage, ob die Marktkapitalisierung von Schaeffler auf Grundlage der Verhältnisse der drei Monate vor dem 9. Oktober 2023 (€ 3.689,6) Mio. – so sie denn überhaupt relevant wäre –

³²¹ Siehe oben.

³²² Vgl. Abschnitt E.III zur Bewertung von Vitesco Technologies mit dem Börsenkurs, in dem wir dargelegt haben, dass ein „längerer Zeitraum“ im Sinne der Rechtsprechung nicht vorliegt.

den Wert von Schaeffler zum 24. April 2024 angemessen wiedergeben kann. Dies ist im Hinblick auf die Beteiligung von Schaeffler an Vitesco Technologies zu hinterfragen.

Am 9. Oktober 2023 hielt Schaeffler keinerlei Anteile an Vitesco Technologies. Die Börsenbewertung der Schaeffler-Vorzugsaktie vor dem 9. Oktober 2023 betrifft ausschließlich Schaeffler in einer Stand-Alone-Betrachtung.³²³ Am 24. April 2024 wird Schaeffler nach jetzigem Stand eine Beteiligung an Vitesco Technologies von 38,87 % halten. Schaeffler hat für die Vitesco-Aktien im Rahmen des Erwerbsangebots € 94,00 bezahlt.³²⁴ Legte man den 3M-VWAP der Vitesco-Aktie zugrunde, wäre der Wert der Vitesco-Aktie allerdings nur € 76,18. Tatsächlich ist diese Beteiligung für Schaeffler aus unserer Sicht erheblich mehr wert.

Der Mehrwert der Beteiligung von Schaeffler an Vitesco Technologies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass Schaeffler bereits zum Zeitpunkt der Ankündigung des Erwerbsangebot beabsichtigt hat, Vitesco Technologies auf Schaeffler zu verschmelzen und nachfolgend Synergien in beträchtlicher Höhe aus diesem Zusammenschluss realisieren zu können.³²⁵

Über die erhofften Synergien hinaus ergibt sich zum anderen bereits auf Grundlage einer Stand-Alone-Betrachtung ein Mehrwert der Beteiligung von Schaeffler an Vitesco Technologies.

Vorstand und Aufsichtsrat von Vitesco Technologies hatten in einer gemeinsamen begründeten Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG zum Erwerbsangebot die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung (€ 94,00 je Vitesco-Aktie) sorgfältig und intensiv analysiert und bewertet. Dabei hatten die Gremien jeweils sowohl ihre eigenen Erwägungen angestellt und – neben weiteren Faktoren – auch Inadequacy Opinions von verschiedenen Investmentbanken berücksichtigt. Auf dieser Basis, vor dem Hintergrund der eigenen Einschätzung der seinerzeit aktuellen Lage sowie des Entwicklungspotenzials von Vitesco Technologies als auch der Gesamtumstände des Angebots, hielten Vorstand und Aufsichtsrat von Vitesco Technologies den Angebotspreis aus finanzieller Sicht für nicht angemessen. Sie wiesen zudem darauf hin, dass das Erwerbsangebot im seinerzeit aktuellen Marktumfeld gleichwohl eine potenziell attraktive Ausstiegsmöglichkeit für risikoaverse oder kurzfristig orientierte Anleger darstellen könne, auch wenn die angebotene Bargegenleistung den langfristigen Wert des Unternehmens nicht angemessen widerspiegele.

Der Bewertungsgutachter hat den Wert der Beteiligung von Schaeffler an Vitesco Technologies zum 24. April 2024 ermittelt. Auf Grundlage des objektivierten Werts gemäß IDW S 1 ergibt sich ein Stand-Alone-Wert je Vitesco-Aktie in Höhe von € 138,67. Insgesamt hat Schaeffler 15.557.631 Vitesco-Aktien erworben. Die Beteiligung von Schaeffler an Vitesco Technologies hat somit einen Wert von mindestens € 2.157,4 Mio. Schaeffler hat für die erworbenen Vitesco-Aktien durchschnittlich € 93,25 bezahlt. Insgesamt hat Schaeffler für die Beteiligung an Vitesco Technologies € 1.450,8 Mio. bezahlt. Somit hat Schaeffler einen Mehrwert in Höhe von € 706,6 Mio. erhalten.

Dieser Mehrwert entspricht einem Mehrwert je Schaeffler-Vorzugsaktie in Höhe von € 1,06, der im festgestellten 3M-VWAP (€ 5,54 je Schaeffler-Vorzugsaktie) nicht reflektiert sein kann. Unter

³²³ Sofern der Kapitalmarkt keinerlei Informationen verarbeitet hat, die die bevorstehende Abgabe eines Erwerbsangebots beinhalten.

³²⁴ Für die übrigen erworbenen Anteile hat Schaeffler € 90,77 je Aktie aufgewendet.

³²⁵ Diese Synergien bleiben bei einer Bewertung nach IDW S 1 außen vor (vgl. Abschnitt D.VI und G).

Berücksichtigung dieses Mehrwerts ergibt sich ein adjustierter Börsenwert je Schaeffler-Vorzugsaktie in Höhe von € 6,60. Der Unternehmenswert von Schaeffler zum 24. April 2024 würde somit unter Rückgriff auf den Börsenkurs – wenn man diese Bewertungsmethode für relevant hält – € 4.396,2 Mio. betragen, was wir für zutreffend halten.

IV. Plausibilisierung des Unternehmenswerts von Schaeffler

Der Bewertungsgutachter hat auch den Unternehmenswert von Schaeffler zum 24. April 2024 auftragsgemäß auf Grundlage der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Neben dem objektivierten Unternehmenswert im Sinne des IDW S 1 hat er den Unternehmenswert von Schaeffler auch unter Berücksichtigung anderer Bewertungsmethoden ermittelt.

Im vorliegenden Bewertungsfall hat der Bewertungsgutachter einen objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 von € 12,46 je Schaeffler-Aktie ermittelt. Wir haben die Bewertung nach IDW S 1, die zu einem Wert je Schaeffler-Aktie von € 12,46 führt, umfassend geprüft und die Ergebnisse unserer Prüfung im Einzelnen auf 22 Seiten ausführlich dargestellt.³²⁶ Nach unserer Auffassung ist die vorgenommene Bewertung nach IDW S 1 sachgerecht vorgenommen worden und führt zu einem Unternehmenswert je Aktie, der bei der Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses verwendet werden kann.

Im Rahmen der Ermittlung eines Marktwerts anhand der Börsenkurse hat der Bewertungsgutachter einen 3M-VWAP von € 5,54 je Schaeffler-Aktie ermittelt und diesen sachgerecht auf € 6,60 je Schaeffler-Aktie adjustiert. Nach umfassender Analyse der von der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung entwickelten Kriterien für die Aussagekraft dieses 3M-VWAP, die wir auf weiteren zehn Seiten ausführlich dargelegt haben,³²⁷ stellt der für die Schaeffler-Vorzugsaktie ermittelte (adjustierte) 3M-VWAP nach der von uns geteilten Auffassung des Bewertungsgutachters keine uneingeschränkt geeignete Methode zur Bestimmung des Unternehmenswerts von Schaeffler und damit auch keinen allein geeigneten Ausgangspunkt für die Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses dar.

Die Ergebnisse einer Bewertung vor persönlichen Steuern, welche der Bewertungsgutachter nach den DVFA-Empfehlungen vorgenommen hat, liegen mit € 11,18 je Schaeffler-Aktie unter den Ergebnissen einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1.³²⁸

Sofern diese Wertermittlungen relevant sein sollten, ergäbe sich eine Bandbreite vertretbarer Werte von € 6,60 bis € 12,46 je Schaeffler-Aktie. Diese Bandbreite ist nicht eng. Deshalb hat eine Plausibilisierung durch andere Bewertungsmethoden auch im Hinblick auf die Bewertung von Schaeffler eine hohe Bedeutung. Insoweit ist es von Vorteil, dass der Bewertungsgutachter die Ergebnisse von weiteren Bewertungsmethoden ebenfalls umfassend herleitet.

³²⁶ Zuzüglich der Seiten, in denen wir die für beide Bewertungsobjekte gültigen Grundlagen im Zusammenhang mit der Bewertung von Vitesco Technologies bereits erläutert haben.

³²⁷ Ebenfalls zuzüglich der Seiten, in denen wir die für beide Bewertungsobjekte gültigen Grundlagen im Zusammenhang mit der Bewertung von Vitesco Technologies bereits erläutert haben.

³²⁸ Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die vereinfachende Überleitung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (7,00 %) auf die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (5,75 %) zwar mit der nachhaltigen Ausschüttungsquote (50 %) und dem Betafaktor des Markts (1,0) möglich ist, die genaueren Bewertungsmodelle aber mit den sich im Verlauf der Detailplanung ändernden Ausschüttungsquoten und den individuellen Betafaktoren der Bewertungsobjekte rechnen.

Aus der ausführlich im Bewertungsgutachten hergeleiteten vergleichsorientierten Bewertung anhand der Multiplikator-Methode und unter Verwendung der Daten für vergleichbare börsennotierte Unternehmen ergibt sich eine Bandbreite von € 7,37 bis € 10,47 je Schaeffler-Aktie. Die Untergrenze dieser Bandbreite liegt deutlich über dem 3M-VWAP der Schaeffler-Aktie, und auch über dem adjustierten 3M-VWAP der Schaeffler-Aktie, die Obergrenze deutlich unter dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 je Schaeffler-Aktie.

Unter Verwendung der Daten von vergleichbaren Transaktionen ergibt sich aus der vergleichsorientierten Bewertung anhand der Multiplikator-Methode eine Bandbreite von € 8,89 bis € 11,40 je Schaeffler-Aktie. Die Untergrenze dieser Bandbreite liegt deutlich über dem 3M-VWAP der Schaeffler-Aktie (vor und nach Adjustierung), die Obergrenze nur geringfügig unter dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 je Schaeffler-Aktie. Der Bewertungsgutachter weist bei seiner ausführlichen Analyse allerdings auf mögliche Einschränkungen der Aussagekraft dieser Plausibilisierung hin.

Eine weitere Plausibilisierung ließe sich mit den im Vorfeld der Ankündigung veröffentlichten Kurszielen durchführen. Im Jahr 2023 haben Analysten vor Bekanntgabe der Maßnahme Kursziele zwischen € 4,90 und € 10,00 für die Schaeffler-Aktie veröffentlicht. Der untere Rand dieser Bandbreite liegt sogar deutlich unterhalb des 3M-VWAP, der obere unterhalb des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1. Hinsichtlich der Kursziele als Plausibilisierungsmaßstab ist relativierend auf unsere diesbezüglichen Ausführungen im Rahmen der Plausibilisierung des Unternehmenswerts von Vitesco Technologies hinzuweisen.

Auch im Hinblick auf eine Plausibilisierung des Unternehmenswerts von Schaeffler ließen sich die Ergebnisse von Werthaltigkeitsüberprüfungen nutzen. Aus den Werthaltigkeitsüberprüfungen für den 31. Dezember 2023 ergibt sich ein Wert je Schaeffler-Aktie in Höhe von € 10,76. Dieser liegt aufgrund der in Teilen abweichenden Normierungen der Bewertungsvorschriften nach IFRS und wegen einer tendenziell eher vorsichtigen Parametrisierung zwar unterhalb des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1, aber deutlich über dem 3M-VWAP (vor und nach Adjustierung).

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass eine umfassende Plausibilisierung zu keinem eindeutigen Ergebnis kommt. Nach unserer Auffassung sprechen mehr Gründe dafür, dass der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 eine taugliche Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswerts von Schaeffler darstellt. Als Ergebnis unserer umfassenden Prüfung scheint der angepasste Börsenkurs die Potenziale von Schaeffler, die uns nachvollziehbar dargelegt worden sind, zu unterschätzen, stellt nach der Rechtsprechung grundsätzlich aber auch eine geeignete Bewertungsmethode dar.

V. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung von Schaeffler

Bei der Bewertung von Schaeffler haben sich keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 12 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 UmwG ergeben.

G. Würdigung der Synergien bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses

Der Bewertungsgutachter hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob und wie die Effekte aus den erwarteten Synergien bei der Ermittlung des Umtauschverhältnisses zu berücksichtigen sind.

Er stellt zutreffend fest, dass Synergieeffekte bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten nach der aktuellen Fassung des IDW S 1 nur dann zu berücksichtigen sind, wenn diese als sogenannte unechte Synergien zu qualifizieren sind. Zudem müssten unechte Synergien hinreichend konkretisiert bzw. eingeleitet und in der Unternehmensplanung berücksichtigt sein.³²⁹

Des Weiteren weist er darauf hin, dass die Realisierung der Synergien von der Durchführung der beabsichtigten Verschmelzung abhängt und deshalb sämtliche Synergien als echte Synergien zu qualifizieren und deshalb nicht in den objektivierten Unternehmenswerten zu berücksichtigen sind.

Nach Auffassung des Bewertungsgutachters ist es nicht auszuschließen, dass sich aus der derzeitigen Überarbeitung des IDW S 1 auch Änderungen in Bezug auf die Behandlung von Synergien ergeben. Auf Grundlage von Fachgesprächen, die wir mit Vertretern des FAUB geführt haben, gehen wir ebenfalls davon aus, dass die Überarbeitung des IDW S 1 auch die Behandlung von Synergien betreffen kann. Es ist nach unserer Auffassung noch unklar, ob bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten künftig sämtliche Synergiepotenziale zu berücksichtigen und wie diese zwischen den Parteien aufzuteilen sind.

Für den Fall, dass die Synergien bei der Bewertung zu berücksichtigen wären,³³⁰ hat sich der Bewertungsgutachter mit der Frage auseinandergesetzt, wie diese zwischen Schaeffler und Vitesco Technologies aufzuteilen wären. Er kommt zu dem Ergebnis, dass die identifizierten Synergiepotenziale nach den ersten Analysen eines internen Synergie-Workstreams zwischen Schaeffler und Vitesco Technologies den Verschmelzungsparteien nahezu wertproportional im Verhältnis 58 % (Schaeffler) zu 42 % (Vitesco Technologies) zuzurechnen wären.

Eine solche Verteilung würde das Umtauschverhältnis nur unwesentlich beeinflussen. Er weist zudem darauf hin, dass die Realisierung der Synergien den absoluten Wert des kombinierten Unternehmens signifikant erhöhen würde.

Wir halten die dargestellten Überlegungen für zutreffend. Es ist also nicht erforderlich, Synergien bei der Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses gesondert zu berücksichtigen.

³²⁹ Vgl. Abschnitt D.II.1.

³³⁰ Wie z.B. die Synergien eines markttypischen Unternehmenserwerbers in der Ermittlung des Werts des Eigenkapitals nach den DVFA-Empfehlungen.

H. Würdigung des festgelegten Umtauschverhältnisses

Nachdem die Verschmelzungsparteien die vorläufigen Ergebnisse der Bewertungsarbeiten zur Kenntnis genommen hatten, haben sie Verhandlungen aufgenommen, um das Umtauschverhältnis gemeinsam festzulegen.

In diesem Zusammenhang haben Schaeffler und Vitesco Technologies in inhaltlich gleichlautenden Mitteilungen am 26. Februar 2024 per Ad-hoc Mitteilung bekanntgemacht, dass sie sich im Rahmen der angestrebten Verschmelzung von Vitesco Technologies als übertragendem Rechtsträger auf Schaeffler als übernehmenden Rechtsträger vorläufig auf ein Umtauschverhältnis von 1:11,4 – also 11,4 Schaeffler-Aktien je Vitesco-Aktie – geeinigt hätten. Diese Einigung stünde allerdings unter dem Vorbehalt, dass der gemeinsam bestellte Bewertungsgutachter und wir als gerichtlich bestellter Verschmelzungsprüfer das Umtauschverhältnis als angemessen bestätigen würden. Darüber hinaus stehe die Einigung auch noch unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Aufsichtsräte von Schaeffler und Vitesco Technologies.

Der Aufsichtsrat von Schaeffler und der im Zusammenhang mit der geplanten Verschmelzung gebildete Ausschuss des Aufsichtsrats von Vitesco Technologies werden morgen (13. März 2024) jeweils über den Abschluss des Verschmelzungsvertrags auf Basis des vereinbarten Verschmelzungsverhältnisses beschließen. Wir haben keine Hinweise dafür, dass diese Gremien dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags und somit dem von den Vorständen vereinbarten Umtauschverhältnis die Zustimmung nicht erteilen.

Der Bewertungsgutachter kommt zu dem Ergebnis, dass ein Verschmelzungsverhältnis von 1:11,4 als angemessen anzusehen ist. Bei seiner Beurteilung bezieht er sich auf eine Darstellung, in der die Umtauschverhältnisse, die sich auf Grundlage aller von ihm durchgeführten Bewertungsmethoden ergeben, ausgewiesen werden. Vor dem Hintergrund der aktuellen Rechtsprechung im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen könne nach seiner Auffassung im vorliegenden Fall jedes Umtauschverhältnis, das zwischen dem durch die Ertragswertmethode gemäß IDW S 1 ermittelten Umtauschverhältnis von 11,13 Schaeffler-Stammaktien je Vitesco-Aktie und dem durch den adjustierten 3M-VWAP ermittelten Umtauschverhältnis von 11,54 Schaeffler-Stammaktien je Vitesco-Aktie liegt, als angemessen erachtet werden. Das durch die Vorstände der Schaeffler AG und der Vitesco AG festgelegte Umtauschverhältnis von 11,40 Schaeffler-Stammaktien je Vitesco-Aktie sei demnach angemessen.

Wir halten diese Schlussfolgerung für zutreffend. Das vereinbarte Umtauschverhältnis liegt etwa in der Mitte einer Bandbreite, die sich aus einer Bewertung der Verschmelzungsparteien auf Grundlage der objektivierten Unternehmenswerte nach IDW S 1 und aus einer Bewertung der Verschmelzungsparteien mit dem 3M-VWAP (adjusted) ergibt.

Das Umtauschverhältnis auf Grundlage der objektivierten Unternehmenswerte nach IDW S 1 (stand alone und ohne Berücksichtigung der Dividenden für das Geschäftsjahr 2023) von 1:11,13 liegt um nur 2,4 % unter dem vereinbarten Umtauschverhältnis (1:11,4). Das Umtauschverhältnis auf Grundlage des (angepassten) 3M-VWAP von 1:11,54 liegt um nur 1,2 % über dem vereinbarten Umtauschverhältnis (1:11,4).

Vor dem Hintergrund der Tatsache, dass die Unternehmensbewertung immer eine Schätzung darstellt und unter Hinweis auf die Rechtsprechung zur Bagatellgrenze³³¹ ist das vereinbarte Umtauschverhältnis somit als angemessen anzusehen.

Wir weisen abschließend darauf hin, dass die für Schaeffler und Vitesco Technologies ermittelten objektivierten Unternehmenswerte nach IDW S 1 auch die Mittel enthalten, die für die Zahlung der Dividenden für das Geschäftsjahr 2023 jeweils abfließen werden. Die Dividenden für das Geschäftsjahr 2023 werden noch an die Aktionäre von Schaeffler und Vitesco Technologies in ihrer bisherigen Zusammensetzung ausbezahlt werden. Der spätere Umtausch der Vitesco-Stammaktien in Schaeffler-Stammaktien wird dergestalt erfolgen, dass fünf Vitesco-Aktien in 57 Schaeffler-Aktien³³² ohne Gewinnberechtigung für 2023 getauscht werden.

Nach unserer Auffassung könnte man bei der Festlegung eines angemessenen Umtauschverhältnisses die Dividenden für das Geschäftsjahr 2023 als Abzugsposten berücksichtigen. Legt man die beabsichtigte Höhe der Dividendenzahlungen zugrunde und zieht die sich daraus jeweils ergebende Dividendensumme von dem jeweiligen objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 ab, ergibt sich ein Umtauschverhältnis von 1:11,41.

Somit ist das vereinbarte Umtauschverhältnis von 1:11,4 auch unter Berücksichtigung dieses Umstands als angemessen anzusehen.

³³¹ Vgl. Abschnitt D.I.

³³² Umtauschverhältnis 1:11,4.

I. Abschließende Erklärung

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir den Entwurf des Verschmelzungsvertrags zwischen der Schaeffler AG, Herzogenaurach, als übernehmender Rechtsträger und der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft, Regensburg, als übertragender Rechtsträger geprüft.

Dieser enthält die in den § 5 UmwG vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig und entspricht damit den gesetzlichen Vorschriften.

Zur Angemessenheit des vorgeschlagenen Umtauschverhältnisses erteilen wir die abschließende Erklärung nach § 12 Abs. 2 UmwG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen ist ein Umtauschverhältnis von 11,4 Stückaktien der Schaeffler AG je Stückaktie der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft angemessen.

Das Umtauschverhältnis wurde auf Basis der Unternehmenswerte der Schaeffler AG und der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft ermittelt, wobei die Unternehmenswerte der Rechtsträger sowohl mit einer Bewertung auf Grundlage des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) als auch vor persönlichen Steuern sowie mit einer Bewertung auf Grundlage des volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurses für einen Zeitraum von drei Monaten vor Ankündigung der Absicht, die Verschmelzung anzustreben, geschätzt worden sind. Andere angewendete Methoden dienten zur Plausibilisierung und wurden zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses nicht angewandt.

Die Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 steht im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung und der langjährigen Bewertungspraxis. Eine Bewertung vor persönlichen Steuern ist grundsätzlich in diese Bewertung überführbar. Die Bewertung zum Börsenkurs folgt der jüngsten BGH-Rechtsprechung.

Bei einer Schätzung der Unternehmenswerte auf Grundlage des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) würde sich ein Umtauschverhältnis von 11,13 Stückaktien der Schaeffler AG je Stückaktie der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft ergeben.

Bei einer Schätzung der Unternehmenswerte mittels Discounted Cashflow-Methode (vor persönlichen Steuern) würde sich ein Umtauschverhältnis von 11,43 Stückaktien der Schaeffler AG je Stückaktie der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft ergeben.

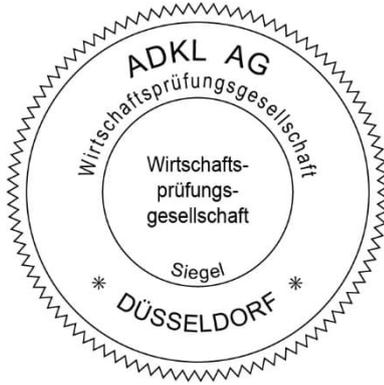
Bei einer Schätzung der Unternehmenswerte auf Grundlage des (adjustierten) volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurses für einen Zeitraum von drei Monaten vor Ankündigung der Absicht, die Verschmelzung im Rahmen der Gesamttransaktion anzustreben, würde sich ein Umtauschverhältnis von 11,54 Stückaktien der Schaeffler AG je Stückaktie der Vitesco Technologies Group Aktiengesellschaft ergeben.

Bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses wurden diese drei angewandten Bewertungsmethoden und ihre Ergebnisse berücksichtigt.

Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der Rechtsträger haben sich nicht ergeben.“

Düsseldorf, den 12. März 2024

ADKL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wolfram Wagner
Wirtschaftsprüfer

ppa. Axel Augustin
Wirtschaftsprüfer

elektronische Signatur:

elektronische Signatur:

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 2 HK O 7044/23



In dem Rechtsstreit

- 1) **Vitesco Technologies Group AG**, vertreten durch d. Vorstand, Siemensstraße 12, 93055 Regensburg
- Antragstellerin zu 1-
- 2) **Schaeffler AG**, vertreten durch d. Vorstand, Industriestraße 1-3, 91074 Herzogenaurach
- Antragstellerin zu 2-

Prozessbevollmächtigte zu 1 und 2:

Rechtsanwälte **Hengeler Mueller**, Leopoldstraße 8-10, 80802 München

wegen Verschmelzungsprüfer

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 2. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Walther am 14.12.2023 folgenden

Beschluss

I. Als Prüfer für die Verschmelzung der VITESCO TECHNOLOGIES GROUP AKTIENGESELLSCHAFT, Regensburg auf die SCHAEFFLER AG, Herzogenaurach wird die

ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Ansprechpartner: Herr Wolfram Wagner

Breite Straße 29-31

40213 Düsseldorf

ausgewählt und bestellt

II. Die Antragstellerinnen tragen die Kosten des Verfahrens.

III. Der Geschäftswert wird auf 20.000,00 € festgesetzt.

Gründe:

- 1) Mit Antrag der Antragstellerinnen, eingegangen hier am 11.12.2023 wird die Bestellung eines Prüfers für die Verschmelzung der Antragstellerin zu 1 auf die Antragstellerin zu 2 begehrt.
- 2) Das Landgericht Nürnberg-Fürth, Kammer für Handelssachen, ist örtlich, sachlich und funktionell zuständig, §§ 10 Abs. 2, 60 UmwG und § 28 Abs. 1 Nr. 2 GZVJu. Es entscheidet der Vorsitzende allein.
- 3) Bei der Auswahl des Prüfers wurde einem Vorschlag der Antragstellerinnen gefolgt. Der Antrag auf gerichtliche Bestellung ist an keinerlei Voraussetzungen gebunden. Es ist insbesondere möglich, einen Prüfer zur Bestellung vorzuschlagen, dies schon deshalb, weil der vom Gericht bestellte Prüfer zur gewissenhaften und unparteiischen Prüfung verpflichtet ist (§ 11 Abs. 1 UmwG). Zudem wurde versichert, dass gesetzliche Hinderungsgründe bei keinem Vorschlag vorliegen. Die vorgeschlagene Person erfüllt die Voraussetzungen für eine Bestellung. Die im Antrag vorgenommene Priorisierung in absteigender Reihenfolge wurde zur Kenntnis genommen. Woraus sie sich tatsächlich ergibt, erschließt sich indes nicht. Nachdem die Prüferin bereits in der Vergangenheit vorgeschlagen, aber nicht bestellt wurde, schien es sachgerecht, sie nunmehr heranzuziehen.
- 4) Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 Abs. 1, 1 Abs. 2 Nr. 1 GNotKG.
- 5) Der Geschäftswert ist gem. § 36 GNotKG festzusetzen. Eine Festsetzung auf 20.000,00 € erscheint angemessen.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Festsetzung des Geschäftswerts findet die Beschwerde statt, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 200,00 € übersteigt oder wenn und soweit die Beschwerde in diesem Beschluss zugelassen wurde.

Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn sie innerhalb einer Frist von sechs Monaten, nachdem die Entscheidung in der Hauptsache Rechtskraft erlangt oder das Verfahren sich anderweitig erledigt hat, eingelegt wird.

Ist der Geschäftswert später als einen Monat vor Ablauf dieser Frist festgesetzt worden, kann sie noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder nach Bekanntmachung durch formlose Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden. Im Falle der formlosen Mitteilung gilt der Beschluss mit dem dritten Tage nach der Aufgabe zur Post als bekannt gemacht.

Die Beschwerde ist bei dem
Landgericht Nürnberg-Fürth
Fürther Str. 110
90429 Nürnberg
einzulegen.

Die Beschwerde kann zu Protokoll der Geschäftsstelle erklärt oder schriftlich eingereicht werden. Die Beschwerde kann auch vor der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts zu Protokoll erklärt werden; die Frist ist jedoch nur gewahrt, wenn das Protokoll rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht.

Die Mitwirkung eines Rechtsanwalts ist nicht vorgeschrieben. Im Übrigen gelten für die Bevollmächtigung die Regelungen der für das zugrunde liegende Verfahren geltenden Verfahrensordnung entsprechend.

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Notarin, einen Notar, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite www.justiz.de verwiesen.

gez.

Walther
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Nürnberg, 15.12.2023

Jankner, JOSekr`in
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

VERSCHMELZUNGSVERTRAG

zwischen der

SCHAEFFLER AG

mit dem Sitz in Herzogenaurach, Industriestraße 1-3, 91074 Herzogenaurach, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Fürth unter HRB 14738, als übernehmende Gesellschaft

- nachfolgend als „**Schaeffler**“ oder „**Übernehmende Gesellschaft**“ bezeichnet -

und der

VITESCO TECHNOLOGIES GROUP AKTIENGESELLSCHAFT

mit dem Sitz in Regensburg, Siemensstraße 12, 93055 Regensburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Regensburg unter HRB 18842, als übertragende Gesellschaft

- nachfolgend als „**Vitesco Technologies**“ oder „**Übertragende Gesellschaft**“ bezeichnet -

- Übernehmende Gesellschaft und Übertragende Gesellschaft auch als „**Parteien**“
oder einzeln als „**Partei**“ bezeichnet -

Vorbemerkung

- (A) Schaeffler (zusammen mit ihren Tochtergesellschaften und Beteiligungen, jedoch ohne Vitesco Technologies und deren Tochtergesellschaften und Beteiligungen, der „**Schaeffler-Konzern**“) ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts Fürth unter HRB 14738 eingetragene Aktiengesellschaft mit Sitz in Herzogenaurach. Das Grundkapital von Schaeffler beträgt EUR 666.000.000,00 und ist eingeteilt in Stück 500.000.000 auf den Inhaber lautende Stammaktien (jeweils eine „**Schaeffler-Stammaktie**“ und gemeinsam, einschließlich zukünftig auszugebender Stammaktien, die „**Schaeffler-Stammaktien**“) und Stück 166.000.000 auf den Inhaber lautende stimmrechtslose Vorzugsaktien (jeweils eine „**Schaeffler-Vorzugsaktie**“ und gemeinsam die „**Schaeffler-Vorzugsaktien**“). Die Schaeffler-Vorzugsaktien sind im regulierten Markt (*Prime Standard*) der Frankfurter Wertpapierbörse notiert (ISIN: DE000SHA0159). Jede Schaeffler-Stammaktie und jede Schaeffler-Vorzugsaktie hat einen rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,00 (die Schaeffler-Stammaktien und Schaeffler-Vorzugsaktien zusammen jeweils eine „**Schaeffler-Aktie**“ und gemeinsam die „**Schaeffler-Aktien**“). Die Aktionäre von Schaeffler haben in einer außerordentlichen Hauptversammlung und einer gesonderten Versammlung der Vorzugsaktionäre am 2. Februar 2024 jeweils die Aufhebung des Gewinnvorzugs der Schaeffler-Vorzugsaktien und damit die Umwandlung der Schaeffler-Vorzugsaktien in Stammaktien von Schaeffler (die „**Änderung der Aktiengattungen**“) beschlossen und den Vorstand von Schaeffler angewiesen, die im Rahmen der Änderung der Aktiengattungen beschlossenen Satzungsänderungen erst zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden, wenn eine gesondert abzuhaltende Hauptversammlung von Schaeffler einem Verschmelzungsvertrag zwischen Vitesco Technologies als übertragendem und Schaeffler als übernehmendem Rechtsträger zugestimmt hat, und die Anmeldung der beschlossenen Satzungsänderungen auf die vorherige oder zeitgleiche Eintragung der Verschmelzung der Vitesco Technologies auf Schaeffler in das Handelsregister von Schaeffler zu bedingen. Geschäftsjahr von Schaeffler ist das Kalenderjahr.

- (B) Vitesco Technologies (zusammen mit ihren Tochtergesellschaften und Beteiligungen, der „**Vitesco Technologies-Konzern**“) ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts Regensburg unter HRB 18842 eingetragene Aktiengesellschaft mit Sitz in Regensburg. Das Grundkapital von Vitesco Technologies beträgt EUR 100.052.990,00 und ist eingeteilt in Stück 40.021.196 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 2,50 (jeweils eine „**Vitesco Technologies-Aktie**“ und gemeinsam die „**Vitesco Technologies-Aktien**“). Die Vitesco Technologies-Aktien sind im regulierten Markt (*Prime Standard*) der Frankfurter Wertpapierbörse notiert (ISIN: DE000VTSC017). Vitesco Technologies hält zum heutigen Tag keine eigenen Aktien. Geschäftsjahr von Vitesco Technologies ist das Kalenderjahr.
- (C) Schaeffler hält derzeit unmittelbar insgesamt 15.557.631 Vitesco Technologies-Aktien und damit ca. 38,87 % des Grundkapitals von Vitesco Technologies.
- (D) Die Parteien beabsichtigen nach Maßgabe dieses Vertrags eine Verschmelzung durch Aufnahme von Vitesco Technologies als übertragendem Rechtsträger auf Schaeffler als übernehmendem Rechtsträger gemäß §§ 2 Nr. 1, 4 ff. und 60 ff. des Umwandlungsgesetzes („**UmwG**“) (die „**Verschmelzung**“).

DIES VORAUSGESCHICKT, vereinbaren die Parteien was folgt:

1. VERMÖGENSÜBERTRAGUNG, VERSCHMELZUNGSSTICHTAG

- 1.1 Vitesco Technologies überträgt ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 60 ff. UmwG auf Schaeffler im Wege der Verschmelzung durch Aufnahme gegen Gewährung von Aktien an Schaeffler an die nicht an diesem Vertrag beteiligten Aktionäre von Vitesco Technologies (die „**Vitesco Technologies-Aktionäre**“).
- 1.2 Der Verschmelzung wird die mit dem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München, versehene Bilanz von Vitesco Technologies als übertragender Gesellschaft zum 31. Dezember 2023 als Schlussbilanz zugrunde gelegt (zugleich steuerlicher Übertragungstichtag (§ 2 Abs. 1 UmwStG)).

- 1.3 Die Übernahme des Vermögens von Vitesco Technologies erfolgt im Innenverhältnis mit Wirkung zum 1. Januar 2024, 00:00 Uhr („**Verschmelzungstichtag**“). Vom Verschmelzungstichtag an gelten alle Handlungen und Geschäfte der Übertragenden Gesellschaft als für Rechnung der Übernehmenden Gesellschaft vorgenommen.
- 1.4 Schaeffler wird die in der Schlussbilanz von Vitesco Technologies angesetzten Werte der übergehenden Aktiva und Passiva in ihrem Jahresabschluss fortführen (Buchwertfortführung) und beide Parteien werden die hierfür erforderlichen Handlungen in Abstimmung miteinander vornehmen.

2. GEGENLEISTUNG, KAPITALERHÖHUNG

- 2.1 Schaeffler gewährt den nicht an diesem Vertrag beteiligten Vitesco Technologies-Aktionären mit Wirksamwerden der Verschmelzung als Gegenleistung für die Übertragung des Vermögens von Vitesco Technologies kostenfrei insgesamt 278.884.641 Stammaktien von Schaeffler nach Maßgabe des folgenden Umtauschverhältnisses:

Für je fünf auf den Namen lautende Stückaktien (Stammaktien) von Vitesco Technologies im rechnerischen Nennbetrag von jeweils EUR 2,50 werden 57 auf den Inhaber lautende Stückaktien (Stammaktien) von Schaeffler im rechnerischen Nennbetrag von jeweils EUR 1,00 gewährt (d.h. auf eine Vitesco Technologies-Aktie entfallen 11,4 Schaeffler-Stammaktien) („**Umtauschverhältnis**“).

Eine andere Gegenleistung als in Form von Aktien an Schaeffler wird nicht gewährt, soweit nicht gemäß §§ 72a, 72b UmwG rechtlich zwingend eine bare Zuzahlung zu leisten ist.

- 2.2 Soweit Vitesco Technologies-Aktien von oder für Rechnung von Schaeffler gehalten werden, erfolgt die Übertragung des Vermögens der Vitesco Technologies ohne Gegenleistung, d. h., Schaeffler erhält für ihre bisherige Beteiligung an Vitesco Technologies keine neuen Aktien (vgl. §§ 20 Abs.1 Nr. 3, 68 Abs.1 Satz 1 Nr.1 UmwG).

- 2.3 Zum Zwecke der Durchführung der Verschmelzung wird Schaeffler ihr Grundkapital von derzeit EUR 666.000.000,00 um EUR 278.884.641,00 auf EUR 944.884.641,00 durch Ausgabe von 278.884.641 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien (Stammaktien) im rechnerischen Nennbetrag von jeweils EUR 1,00 erhöhen.
- 2.4 Die von Schaeffler nach Ziffer 2.1 zu gewährenden Aktien sind ab 1. Januar 2024 gewinnberechtigt.
- 2.5 Stichtag für die Bewertungen von Schaeffler und Vitesco Technologies zum Zwecke der Ermittlung des Umtauschverhältnisses ist der 24. April 2024.
- 2.6 Soweit der Wert des übertragenen Vermögens den auf die neu geschaffenen Aktien entfallenden anteiligen Betrag des Grundkapitals übersteigt, ist der Differenzbetrag in die Kapitalrücklage gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB einzustellen.
- 2.7 Den Vitesco Technologies-Aktionären werden, soweit unter Beachtung des Umtauschverhältnisses möglich, ganze Aktien an Schaeffler gewährt. Verbleibende Teilrechte werden zusammengelegt und veräußert (§§ 72 Abs. 2 UmwG, 226 Abs. 3 AktG), der Erlös wird den Inhabern der Teilrechte entsprechend der auf sie entfallenden Teilrechte gutgeschrieben.
- 2.8 Schaeffler wird die Zulassung aller Schaeffler-Stammaktien – und damit auch der als Gegenleistung zu gewährenden Schaeffler-Stammaktien – zum regulierten Markt (*Prime Standard*) der Frankfurter Wertpapierbörse beantragen, um die Zulassung der Schaeffler-Stammaktien möglichst zeitnah nach Wirksamwerden der Verschmelzung zu bewirken. Ein Abfindungsangebot gemäß § 29 UmwG ist deshalb nicht erforderlich, da Vitesco Technologies als börsennotierte Aktiengesellschaft auf Schaeffler als ebenfalls börsennotierte Aktiengesellschaft verschmolzen wird.
- 2.9 Für den Fall, dass gerichtlich rechtskräftig festgestellt oder durch Schaeffler im Wege eines gerichtlichen oder außergerichtlichen Vergleichs oder in anderer Weise anerkannt werden sollte, dass das Umtauschverhältnis nicht angemessen oder die Mitgliedschaft bei Schaeffler kein angemessener Gegenwert für den Anteil oder für die Mitgliedschaft bei Vitesco Technologies ist, erklären die Parteien, dass anstelle einer baren Zuzahlung (§ 15 UmwG) zusätzliche Aktien an Schaeffler nach den näheren Bestimmungen von §§ 72a, 72b UmwG gewährt werden. Falls Schaeffler einem Aktionär von Vitesco

Technologies zusätzliche Aktien an Schaeffler gewährt, um eine nicht angemessene Bemessung des Umtauschverhältnisses auszugleichen, wird Schaeffler alle übrigen umtauschberechtigten Vitesco Technologies-Aktionäre durch eine entsprechende Gewährung zusätzlicher Aktien an Schaeffler gleichstellen.

3. TREUHÄNDER

- 3.1 Gemäß § 71 Abs. 1 UmwG bestellt Vitesco Technologies die BNP Paribas S.A. (nachfolgend der „**Treuhänder**“) zum Treuhänder für den Empfang der den Vitesco Technologies-Aktionären zu gewährenden Schaeffler-Stammaktien.
- 3.2 Schaeffler wird dem Treuhänder die Globalurkunde, die die nach Ziffer 2.1 zu gewährenden neu geschaffenen Aktien verbrieft, vor der Eintragung der Verschmelzung in das für Vitesco Technologies zuständige Handelsregister übergeben und Vitesco Technologies wird den Treuhänder anweisen, den umtauschberechtigten Vitesco Technologies-Aktionären nach Eintragung der Verschmelzung in das für Schaeffler zuständige Handelsregister den anteiligen mittelbaren Mitbesitz an der bei dem Treuhänder hinterlegten Globalurkunde einzuräumen und/oder den nach Ziffer 2.7 erlangten Erlös Zug-um-Zug gegen Überlassung ihrer Vitesco Technologies-Aktien herauszugeben.

4. BESONDERE RECHTE UND VORTEILE

- 4.1 Es werden keine besonderen Rechte im Sinne des § 5 Abs. 1 Nr. 7 UmwG für einzelne Aktionäre oder für Inhaber besonderer Rechte gewährt. Es sind auch keine Maßnahmen im Sinne der vorgenannten Vorschrift für diese Personen vorgesehen.
- 4.2 Ebenso werden – vorbehaltlich Ziffer 4.4 – keine besonderen Vorteile im Sinne des § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG für Mitglieder eines Vertretungsorgans oder eines Aufsichtsorgans der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger, geschäftsführende Gesellschafter, Partner, Abschlussprüfer oder Verschmelzungsprüfer gewährt.
- 4.3 Mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung enden die Organstellung des Aufsichtsrats von Vitesco Technologies und die Mandate der Aufsichtsratsmitglieder. Die Vergütungsansprüche der Aufsichtsratsmitglieder von Vitesco Technologies für das Geschäftsjahr des Wirksamwerdens der Verschmelzung nach Maßgabe des § 15

der Satzung von Vitesco Technologies (in der zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung geltenden Fassung) werden mit Ablauf des 31. Dezember dieses Jahres fällig und von Schaeffler erfüllt. Eine Abfindung an die bisherigen Mitglieder des Aufsichtsrats von Vitesco Technologies wird nicht gezahlt.

- 4.4 Darüber hinaus erlischt mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung das Amt der Vorstandsmitglieder von Vitesco Technologies. Die Anstellungsverträge der Vorstandsmitglieder von Vitesco Technologies sind davon nicht betroffen. Unter Anerkennung der gesellschaftsrechtlichen Zuständigkeit des Aufsichtsrats von Schaeffler soll im zeitlichen Zusammenhang mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung das bisherige Vorstandsmitglied von Vitesco Technologies, Thomas Stierle, zum Vorstandsmitglied von Schaeffler bestellt werden. Die Vergütung der Vorstandsmitglieder wird in Abstimmung mit dem Aufsichtsrat von Schaeffler, vorbehaltlich der Zustimmung der Hauptversammlung von Schaeffler, künftig gemäß dem nach Maßgabe der **Anlage 4.4** angepassten Vergütungssystem festgesetzt werden. Vitesco Technologies beabsichtigt, vor dem Wirksamwerden der Verschmelzung mit sämtlichen Vorstandsmitgliedern von Vitesco Technologies verbindliche Vereinbarungen über die vollständige Abwicklung der variablen Vorstandsvergütung zu treffen.

5. FOLGEN DER VERSCHMELZUNG FÜR DIE ARBEITNEHMER UND IHRE VERTRETUNGEN

- 5.1 Die Übertragende Gesellschaft beschäftigt derzeit keine Arbeitnehmer. Sollten zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung Arbeitsverhältnisse bei der Übertragenden Gesellschaft bestehen, gehen diese gemäß § 35a Abs. 2 UmwG in Verbindung mit § 613a des Bürgerlichen Gesetzbuches („**BGB**“) kraft Gesetzes auf Schaeffler über. Schaeffler tritt nach §§ 613a Abs. 1 Satz 1 BGB, 35a UmwG in die Rechte und Pflichten aus mit Arbeitnehmern der Übertragenden Gesellschaft bestehenden Arbeitsverhältnissen unter Anerkennung der bei der Übertragenden Gesellschaft erworbenen Betriebszugehörigkeit ein und führt solche Arbeitsverhältnisse fort. Eine Kündigung der bei Wirksamwerden der Verschmelzung übergehenden Arbeitsverhältnisse wegen des Betriebsübergangs ist gemäß § 35a UmwG in Verbindung mit § 613a Abs. 4 Satz 1 BGB unwirksam. Das Recht zu einer

Kündigung aus anderen Gründen bleibt gemäß § 35a UmwG in Verbindung mit § 613a Abs. 4 Satz 2 BGB unberührt.

- 5.2 Die vertraglichen Arbeitsbedingungen übergehender Arbeitnehmer bleiben unverändert, einschließlich etwaiger betrieblicher Übungen, Gesamtzusagen und Einheitsregelungen. Dies gilt auch für den Arbeitsort sowie bestehende Direktionsrechte des Arbeitgebers. Alle Rechte und Pflichten übergehender Arbeitnehmer, die auf erdienter Betriebszugehörigkeit beruhen, bestehen bei Schaeffler fort. Dies gilt insbesondere für die Berechnung von Kündigungsfristen und Anwartschaften auf Jubiläumszahlungen übergehender Arbeitnehmer.
- 5.3 Mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung gehen auch alle Rechte und Pflichten aus etwaigen bei der Übertragenden Gesellschaft bestehenden Zusagen auf betriebliche Altersversorgung gegenüber übergehenden Arbeitnehmern, Versorgungsempfängern und unverfallbare Anwartschaften gegenüber früheren Arbeitnehmern der Übertragenden Gesellschaft unabhängig von ihrer jeweiligen Rechtsgrundlage auf Schaeffler über und gelten inhaltlich unverändert fort. Soweit für Grund und Höhe von Leistungen aus etwaigen Versorgungszusagen die Dauer der Betriebszugehörigkeit maßgeblich ist, werden die bei der Übertragenden Gesellschaft erreichten oder von der Übertragenden Gesellschaft insoweit anerkannten Dienstzeiten bei Schaeffler angerechnet. Bei Anpassungen von zugesagten laufenden Leistungen aus Versorgungszusagen nach § 16 Abs. 1 des Gesetzes zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung („**Betriebsrentengesetz**“) ist zukünftig die wirtschaftliche Lage von Schaeffler zu berücksichtigen. Im Übrigen sind bei der arbeitgeberfinanzierten betrieblichen Altersversorgung die im Rahmen der Verschmelzung eintretenden Mitarbeiter der Übertragenden Gesellschaft nach der Konzernbetriebsvereinbarung „KBV Schaeffler Pension Plan“ nicht versorgungsberechtigt.
- 5.4 Da die Übertragende Gesellschaft mit Wirksamkeit der Verschmelzung gemäß § 20 Abs. 1 Nr. 2 UmwG erlischt, entsteht gemäß § 35a UmwG in Verbindung mit § 613a Abs. 3 BGB keine zusätzliche gesamtschuldnerische Haftung der Übertragenden Gesellschaft im Sinne von § 613a Abs. 2 BGB.
- 5.5 Vom Betriebsübergang betroffene Arbeitnehmer der Übertragenden Gesellschaft werden nach Maßgabe des § 35a UmwG in Verbindung mit § 613a Abs. 5 BGB über

den Betriebsübergang vor dessen Wirksamkeit unterrichtet. Ein Widerspruchsrecht der Arbeitnehmer der Übertragenden Gesellschaft gegen den Übergang ihrer Arbeitsverhältnisse nach § 613a BGB auf Schaeffler besteht nach der Rechtsprechung des Bundesarbeitsgerichts nicht, da nach Wirksamwerden der Verschmelzung die Übertragende Gesellschaft nicht mehr existiert und das Arbeitsverhältnis mit der Übertragenden Gesellschaft deshalb nicht mehr fortgesetzt werden kann. Arbeitnehmer der Übertragenden Gesellschaft haben nach der Rechtsprechung des Bundesarbeitsgerichts jedoch ein außerordentliches Kündigungsrecht aus Anlass der Verschmelzung.

- 5.6 Auswirkungen auf die Arbeitsverhältnisse der Arbeitnehmer von Schaeffler hat die Verschmelzung nicht.
- 5.7 Die Verschmelzung selbst führt zu keinen Veränderungen etwaiger betrieblicher Strukturen und der Organisation von Betrieben der Übertragenden Gesellschaft und Schaeffler. Die Identität von Betrieben der Übertragenden Gesellschaft und den zum Konzern der Übertragenden Gesellschaft gehörenden Unternehmen sowie von Schaeffler und den zum Schaeffler-Konzern gehörenden Unternehmen wird durch die Verschmelzung selbst nicht berührt. Eine Betriebsänderung nach § 111 des Betriebsverfassungsgesetzes („**BetrVG**“) wird durch die Verschmelzung selbst nicht bewirkt.
- 5.8 Mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung erlöschen der bei der Übertragenden Gesellschaft bestehende Konzernbetriebsrat, der Konzernsprecherausschuss, der Europäische Betriebsrat (vorbehaltlich eines Übergangsmandats nach § 37 Abs. 3 des Europäische Betriebsräte-Gesetzes („**EBRG**“)), die Konzern-Jugend- und Auszubildendenvertretung und die Konzernschwerbehindertenvertretung. Der Konzernbetriebsrat und die Konzernschwerbehindertenvertretung bei Schaeffler bleiben auch nach dem Wirksamwerden der Verschmelzung bestehen und sind ab diesem Zeitpunkt auch für die Arbeitnehmer der Übertragenden Gesellschaft und der zum Konzern der Übertragenden Gesellschaft gehörenden Unternehmen zuständig. Der bei Schaeffler bestehende Unternehmenssprecherausschuss bleibt ebenfalls nach dem Wirksamwerden der Verschmelzung bestehen und ist ab diesem Zeitpunkt auch für etwaige von Vitesco Technologies auf Schaeffler übergegangene leitende Angestellten zuständig. Die Zusammensetzung des Konzernbetriebsrats von Schaeffler wird nach

Maßgabe der bestehenden Konzernbetriebsvereinbarung des Schaeffler-Konzerns um Vertreter der bestehenden Gesamtbetriebsräte der zum Konzern der Übertragenden Gesellschaft gehörenden Unternehmen ergänzt. Die weiteren Betriebsrats-, Sprecherausschuss-, Schwerbehindertenvertretungs- sowie Jugend- und Auszubildendenvertretungsgremien im Schaeffler-Konzern und im Konzern der Übertragenden Gesellschaft bleiben von der Verschmelzung unberührt und bestehen auch nach dem Wirksamwerden der Verschmelzung fort.

- 5.9 Der Aufsichtsrat der Übertragenden Gesellschaft erlischt mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung und die Mandate der Aufsichtsratsmitglieder (auch der Arbeitnehmervertreter) enden zu diesem Zeitpunkt. Schaeffler hat ebenfalls einen paritätisch mitbestimmten Aufsichtsrat, der gemäß § 7 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 des Mitbestimmungsgesetzes („**MitBestG**“) aus je zehn Aufsichtsratsmitgliedern der Anteilseigner und der Arbeitnehmer besteht. Der Aufsichtsrat von Schaeffler bleibt nach Wirksamwerden der Verschmelzung unverändert bestehen. Die bis zum Wirksamwerden der Verschmelzung bei zum Konzern der Übertragenden Gesellschaft gehörenden Unternehmen beschäftigten Arbeitnehmer sind nach dem Wirksamwerden der Verschmelzung bei den nächsten Wahlen zum Aufsichtsrat bei Schaeffler nach den jeweils gültigen Bestimmungen aktiv und passiv wahlberechtigt.
- 5.10 Tarifverträge finden auf die Arbeitsverhältnisse übergewanderter Arbeitnehmer vor dem Wirksamwerden der Verschmelzung keine Anwendung. Ab dem Wirksamwerden der Verschmelzung finden für übergewanderte Arbeitnehmer die bei Schaeffler geltenden Tarifverträge der Metall- und Elektroindustrie Anwendung, soweit der jeweilige Arbeitnehmer tarifgebunden ist und vom Geltungsbereich des jeweiligen Tarifvertrages erfasst wird. Im Übrigen gilt eine etwaige arbeitsvertragliche Inbezugnahme von Tarifverträgen unverändert fort. Zudem finden für übergewanderte Arbeitnehmer ab dem Wirksamwerden der Verschmelzung bei Schaeffler geltende Sprecherausschuss- bzw. Betriebsvereinbarungen (einschließlich Gesamt- und Konzernbetriebsvereinbarungen sowie Unternehmenssprecherausschussvereinbarungen) Anwendung, soweit der jeweilige Arbeitnehmer von dem Geltungsbereich der jeweiligen Vereinbarung erfasst wird.
- 5.11 Im Übrigen gelten die bei den zum Konzern der Übertragenden Gesellschaft gehörenden Unternehmen bei Wirksamwerden der Verschmelzung geltenden

Tarifverträge, Betriebsvereinbarungen (einschließlich Gesamt- und Konzernbetriebsvereinbarungen) und Sprecherausschussvereinbarungen (einschließlich Unternehmens- und Konzernsprecherausschussvereinbarungen) auch nach dem Wirksamwerden der Verschmelzung unverändert fort, soweit die Betriebsvereinbarungen nicht durch Konzern- oder Gesamtbetriebsvereinbarungen von Schaeffler zu demselben Regelungsgegenstand bzw. die Sprecherausschussvereinbarungen nicht durch Unternehmenssprecherausschussvereinbarungen von Schaeffler zu demselben Regelungsgegenstand rechtswirksam abgelöst werden.

- 5.12 Die Parteien beabsichtigen nach dem Vollzug der Verschmelzung den Schaeffler-Konzern und den Konzern der Übertragenden Gesellschaft organisatorisch zusammenzuführen. Auch wenn die Verschmelzung keine unmittelbaren individualrechtlichen Auswirkungen auf die Arbeitsverhältnisse der Arbeitnehmer, die bei Tochtergesellschaften der Übertragenden Gesellschaft beschäftigt sind, hat, kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich in der Folgezeit Auswirkungen für die Arbeitnehmer von Tochtergesellschaften der Übertragenden Gesellschaft ergeben können. Mit dem Unternehmenszusammenschluss beabsichtigen die Parteien, eine Motion Technology Company mit vier fokussierten Divisionen (E-Mobility, Powertrain & Chassis, Vehicle Lifetime Solutions und Bearings & Industrial Solutions) zu schaffen. Im Wege eines Auswahlprozesses wird derzeit über die Besetzung der ersten Führungsebene unterhalb des Vorstands von Schaeffler entschieden. Eine weitergehende konkrete organisatorische Ausgestaltung des Unternehmenszusammenschlusses haben die Parteien bisher nicht festgelegt. Zwischen den Parteien besteht jedoch Einigkeit, dass eine engagierte und motivierte Belegschaft und die von ihnen gelebte Unternehmenskultur die Grundlage für den derzeitigen Erfolg der beiden Unternehmen und den künftigen Erfolg eines zusammengeführten Konzerns ist. Ziel der Parteien ist es, die bestehende exzellente Mitarbeiterbasis und die jeweils bestehende Unternehmenskultur zu erhalten. Die Parteien sind sich weiterhin darüber einig, dass die Überführung der Pensionssysteme für Mitarbeiter von Tochtergesellschaften der Übertragenden Gesellschaft im Falle deutscher Arbeitnehmer unter Wahrung anwendbarer Anforderungen nach der Rechtsprechung des Bundesarbeitsgerichts und im Übrigen im Wesentlichen wertgleich, d.h. ohne wesentliche Einbußen für die Mitarbeiter, erfolgen wird.

6. RÜCKTRITTSRECHTE

Jede Partei ist zum Rücktritt mit sofortiger Wirkung von diesem Verschmelzungsvertrag berechtigt, wenn die Verschmelzung nicht bis zum 31. Dezember 2025 wirksam geworden ist. Der Rücktritt ist der jeweils anderen Partei gegenüber durch eingeschriebenen Brief mit Rückschein zu erklären und soll dem beurkundenden Notar sowie den beteiligten Registergerichten schriftlich mitgeteilt werden. Die Rechtsfolgen des Rücktritts richten sich nach den §§ 346 ff. BGB.

7. STICHTAGSÄNDERUNG

- 7.1 Falls die Verschmelzung nicht bis zum Ablauf des 28. Februar 2025 in das Handelsregister von Schaeffler eingetragen wird, wird abweichend von Ziffer 1.2 dieses Vertrags die mit dem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk des von der Hauptversammlung von Vitesco Technologies gewählten Abschlussprüfers versehene Bilanz von Vitesco Technologies zum 31. Dezember 2024 als Schlussbilanz zu Grunde gelegt und abweichend von Ziffer 1.3 dieses Vertrags der Beginn des 1. Januar 2025, 00:00 Uhr als Stichtag für die Übernahme des Vermögens von Vitesco Technologies bzw. den Wechsel der Rechnungslegung angenommen. Bei einer weiteren Verzögerung über den 28. Februar des Folgejahres hinaus verschieben sich die Stichtage entsprechend der vorstehenden Regelung jeweils um ein weiteres Jahr.
- 7.2 Falls die Verschmelzung erst nach der ordentlichen Hauptversammlung von Schaeffler im Jahr 2025, die über die Verwendung des Bilanzgewinns für das Geschäftsjahr 2024 beschließt, in das Handelsregister von Schaeffler eingetragen wird, sind die als Gegenleistung gewährten Aktien von Schaeffler abweichend von Ziffer 2.4 dieses Vertrags erst für das Geschäftsjahr ab dem 1. Januar 2025 gewinnberechtigt. Bei einer weiteren Verzögerung der Eintragung über die folgende ordentliche Hauptversammlung von Schaeffler, die über die Verwendung des Bilanzgewinns für das Geschäftsjahr 2025 beschließt, hinaus, verschiebt sich die Gewinnberechtigung um ein weiteres Jahr. Das Umtauschverhältnis bleibt von einer etwaigen Verschiebung der Gewinnberechtigung unberührt.

8. AUFSCHIEBENDE BEDINGUNG, WIRKSAMWERDEN

- 8.1 Dieser Vertrag steht unter der aufschiebenden Bedingung, dass die Hauptversammlungen von Schaeffler und Vitesco Technologies diesem Vertrag jeweils gemäß §§ 13 Abs. 1, 65 Abs. 1 UmwG mit einer Mehrheit von drei Viertel des bei der jeweiligen Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals zugestimmt haben.
- 8.2 Die Verschmelzung wird wirksam mit Eintragung in das Handelsregister des Sitzes von Schaeffler.

9. ZWEIGNIEDERLASSUNGEN, PROKUREN / HANDLUNGSVOLLMACHTEN

- 9.1 Es sind keine Zweigniederlassungen bei Vitesco Technologies vorhanden.
- 9.2 Die Prokuren und Handlungsvollmachten bei Vitesco Technologies erlöschen mit Wirksamwerden der Verschmelzung.

10. SCHLUSSBESTIMMUNGEN

- 10.1 Die durch den Abschluss dieses Vertrags und seine Ausführung entstehenden Kosten (mit Ausnahme der Kosten der Hauptversammlung der Übertragenden Gesellschaft, die über die Verschmelzung beschließt) trägt die Übernehmende Gesellschaft. Die für die Vorbereitung dieses Vertrags entstandenen Kosten trägt jede Partei selbst. Diese Regelungen gelten auch, falls die Verschmelzung wegen des Rücktritts einer Partei oder aus einem sonstigen Grund nicht wirksam wird.
- 10.2 Die Parteien werden alle Erklärungen abgeben, alle Urkunden ausstellen und alle sonstigen Handlungen vornehmen, die im Zusammenhang mit der Übertragung des Vermögens der Vitesco Technologies zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung auf Schaeffler oder die Berichtigung von öffentlichen Registern oder sonstigen Verzeichnissen etwa noch erforderlich oder zweckdienlich sein sollten. Vitesco Technologies gewährt Schaeffler ab dem Beginn des Tages der Eintragung der Verschmelzung bei dem für Vitesco Technologies zuständigen Handelsregister Vollmacht im rechtlich weitest gehenden Umfang zur Abgabe aller Erklärungen, die zur Erfüllung der Verpflichtungen nach dieser Ziffer 10.2 erforderlich oder hilfreich sind. Diese Vollmacht gilt über das Wirksamwerden der Verschmelzung hinaus.

10.3 Sollten Bestimmungen dieses Vertrags ganz oder teilweise nichtig oder unwirksam sein oder werden, soll dadurch die Gültigkeit der übrigen Bestimmungen dieses Vertrags nicht berührt werden. Das Gleiche gilt, soweit sich herausstellen sollte, dass der Vertrag eine Regelungslücke enthält. Anstelle der nichtigen, unwirksamen oder der undurchführbaren Bestimmungen oder zur Ausfüllung der Lücke verpflichten sich die Parteien, eine angemessene Ersatzregelung zu vereinbaren, die dem Inhalt der nichtigen oder unwirksamen Bestimmung möglichst nahekommt.

* * *

Anlage 4.4

Vergütungssystem für Mitglieder des Vorstands des Kombinierten Unternehmens

**System zur Vergütung der Vorstandsmitglieder
der Schaeffler AG gemäß § 87a AktG**

INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsverzeichnis	2
Präambel	3
A. GRUNDZÜGE DES VERGÜTUNGSSYSTEMS FÜR DIE VORSTANDSMITGLIEDER DER SCHAEFFLER AG	3
B. VERFAHREN ZUR FEST- UND ZUR UMSETZUNG SOWIE ZUR ÜBERPRÜFUNG DES VERGÜTUNGSSYSTEMS	4
C. DAS VERGÜTUNGSSYSTEM IM EINZELNEN	5
I. Vergütungsbestandteile	5
1. Überblick über die Vergütungsbestandteile und deren relativen Anteil an der Vergütung.....	5
2. Feste Vergütungsbestandteile	7
3. Variable Vergütungsbestandteile.....	8
4. Sonstige Leistungen	16
II. Maximalvergütung	16
III. Möglichkeiten der Schaeffler AG, variable Vergütungsbestandteile zurückzufordern	17
IV. Aktienerwerbs- und Aktienhalteverpflichtung	17
V. Vergütungsbezogene Rechtsgeschäfte	18
1. Laufzeiten und Voraussetzungen der Beendigung vergütungsbezogener Rechtsgeschäfte, einschließlich der jeweiligen Kündigungsfristen	18
2. Entlassungsschädigungen	18

Präambel

Der Aufsichtsrat der Schaeffler AG hat das System zur Vergütung der Vorstandsmitglieder der Schaeffler AG mit Blick auf die geplante Verschmelzung der Vitesco Technologies Group AG auf die Schaeffler AG überprüft. Der Aufsichtsrat der Schaeffler AG hat beschlossen, das System zur Vergütung der Vorstandsmitglieder der Schaeffler AG an die Größe und wirtschaftliche Bedeutung der Schaeffler AG nach der Verschmelzung anzupassen. Weiterhin spiegelt das neue Vergütungssystem die erweiterten Verantwortlichkeiten der Vorstandsmitglieder wider und ist noch präziser auf die mit der Verschmelzung einhergehenden erweiterten Rollen zugeschnitten. Dazu werden insbesondere die Maximalvergütungen und Begrenzungen der Auszahlungsbeträge der kurzfristigen und langfristigen variablen Vergütung an ein marktübliches Niveau angepasst. Die langfristige variable Vergütung kann künftig nach Wahl des Aufsichtsrats vollständig oder teilweise auch in echten Aktien bedient werden. Dies soll die Aktienkultur innerhalb der Schaeffler AG als auch die Aktienkursentwicklung weiter fördern. Die stärkere Betonung von Nachhaltigkeitszielen sowohl in der kurzfristigen als auch in der langfristigen variablen Vergütung, die durch das von der Hauptversammlung vom 21. April 2022 gebilligte Vergütungssystem geschaffen wurde, soll auch im angepassten Vergütungssystem erhalten bleiben. Damit betont die Schaeffler Gruppe die Relevanz, die dem Thema „Nachhaltigkeit“ beigemessen wird.

Das Vergütungssystem stellt zunächst die Grundsätze des Vorstandsvergütungssystems und das Verfahren zur Festsetzung, Umsetzung und Überprüfung des Vergütungssystems dar. Im Weiteren werden die einzelnen Vergütungsbestandteile beschrieben und die Maximalvergütung der Vorstandsmitglieder festgelegt. Ferner werden die Möglichkeiten der Reduzierung und Rückforderung variabler Vergütungsbestandteile (*Malus und Clawback*), die Aktienerwerbs- und Aktienhalteverpflichtung, sowie die Regelungen zur Laufzeit und Beendigung von Vorstandsdienstverträgen erläutert.

Das Vergütungssystem gilt grundsätzlich rückwirkend ab 1. Januar 2024 für bereits bestellte Vorstandsmitglieder sowie für alle Vorstandsmitglieder, deren Dienstverträge neu abgeschlossen oder verlängert werden. Mit Blick auf die geplante Verschmelzung der Vitesco Technologies Group AG auf die Schaeffler AG, die im Geschäftsjahr 2024 vollzogen werden soll, gelten einzelne Anpassungen des Vergütungssystems mit Wirkung ab 1. Januar 2025.

A. GRUNDZÜGE DES VERGÜTUNGSSYSTEMS FÜR DIE VORSTANDSMITGLIEDER DER SCHAEFFLER AG

Der Aufsichtsrat der Schaeffler AG setzt die Vorstandsvergütung unter Berücksichtigung der folgenden Grundsätze fest:

- **Koppelung von Leistung und Vergütung:** Die variablen leistungsabhängigen Vergütungsbestandteile sollen die festen Vergütungsbestandteile in Bezug auf die Ziel-Gesamtvergütung übersteigen, um eine leistungsgerechte Vergütung zu gewährleisten.

- **Wertschaffung und Free Cash Flow:** Die Vergütung soll die Erreichung der übergeordneten Ziele der Schaeffler AG, nachhaltig Wert zu schaffen und Free Cash Flow zu generieren, fördern. Die damit verbundenen strategischen und operativen Leistungsindikatoren sollen als Leistungskriterien in der variablen Vergütung der Vorstandsmitglieder verankert werden.
- **Fokus der variablen Vergütung auf eine langfristige und nachhaltige Unternehmenswertentwicklung:** Die variable Vergütung soll mehrheitlich langfristig ausgestaltet und an die Unternehmenswertentwicklung gekoppelt sein. Um der wachsenden Bedeutung von Nachhaltigkeit als Teil der Unternehmensstrategie gerecht zu werden, sollen weiterhin Nachhaltigkeitsziele in der variablen Vergütung adressiert werden.
- **Stärkung der Kapitalmarktorientierung und des Interessengleichklangs mit den Aktionären:** Vorstandsmitglieder sind verpflichtet, Aktien der Schaeffler AG in einer zuvor festgelegten Höhe zu erwerben und bis zur Beendigung des Dienstverhältnisses mit der Schaeffler AG zu halten (Aktienerwerbs- und Aktienhalteverpflichtung).

Das System zur Vergütung der Vorstandsmitglieder ist klar und verständlich gestaltet.

Das Vergütungssystem entspricht den Vorgaben des Aktiengesetzes in der Fassung des Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie vom 12. Dezember 2019 (BGBl. Teil I 2019, Nr. 50 vom 19. Dezember 2019) und berücksichtigt die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) in der von der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex am 28. April 2022 beschlossenen Fassung. Es bietet dem Aufsichtsrat die notwendige Flexibilität, auf organisatorische Änderungen zu reagieren und diverse Marktgegebenheiten zu berücksichtigen.

B. VERFAHREN ZUR FEST- UND ZUR UMSETZUNG SOWIE ZUR ÜBERPRÜFUNG DES VERGÜTUNGSSYSTEMS

Der Aufsichtsrat legt das System und die Höhe der Vorstandsvergütung einschließlich der Maximalvergütung fest. Der Präsidialausschuss bereitet die Entscheidungen des Aufsichtsrats über das System der Vergütung und die Vergütungen der einzelnen Vorstandsmitglieder vor.

Das vorliegende Vergütungssystem wurde mit Unterstützung unabhängiger, externer Berater entwickelt. Der Aufsichtsrat achtet auf die Unabhängigkeit hinzugezogener externer Berater.

Die in der Geschäftsordnung des Aufsichtsrats für den Fall von Interessenkonflikten vorgesehenen Maßnahmen finden auch beim Verfahren zur Fest- und Umsetzung sowie zur Überprüfung des Vergütungssystems Anwendung.

Der Aufsichtsrat legt das von ihm beschlossene Vergütungssystem der Hauptversammlung zur Billigung vor. Der Aufsichtsrat überprüft das System und die Höhe der Vorstandsvergütung

regelmäßig auf ihre Angemessenheit. Hierzu führt er einerseits einen Horizontalvergleich der Vergütungshöhe und -struktur der einzelnen Vorstandsmitglieder anhand der Marktdaten einer vom Aufsichtsrat definierten Peergroup aus vergleichbaren nationalen sowie branchenspezifischen internationalen Unternehmen durch. Andererseits berücksichtigt der Aufsichtsrat bei der Überprüfung und Beurteilung der Angemessenheit der Vorstandsvergütung die Höhe der Vorstandsvergütung in Relation zum Vergütungsniveau innerhalb der Schaeffler AG. Für diesen Vertikalvergleich wird die durchschnittliche Vergütung der Arbeitnehmer der Schaeffler Gruppe weltweit (Gesamtbelegschaft) herangezogen, was die Internationalität des Unternehmens adressiert. Das Verhältnis der Vergütungshöhe der Vorstandsmitglieder zur durchschnittlichen Arbeitnehmervergütung wird den entsprechenden Verhältnissen in vom Aufsichtsrat der Schaeffler AG definierten vergleichbaren nationalen Unternehmen gegenübergestellt. Im Fall von wesentlichen Änderungen, mindestens jedoch alle vier Jahre, wird das Vergütungssystem erneut der Hauptversammlung zur Billigung vorgelegt. Billigt die Hauptversammlung das jeweils zur Abstimmung vorgelegte System nicht, legt der Aufsichtsrat der Hauptversammlung spätestens in der darauffolgenden ordentlichen Hauptversammlung ein überprüftes Vergütungssystem zur Billigung vor.

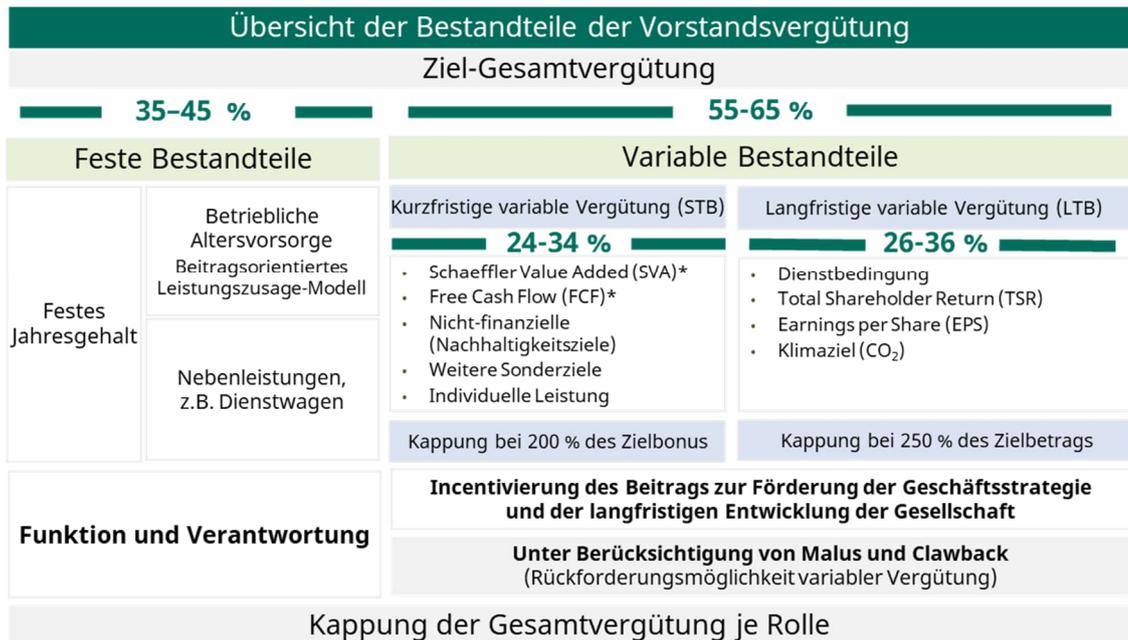
Der Aufsichtsrat kann vorübergehend von dem Vergütungssystem (Regelungen zum Verfahren und zur Vergütungsstruktur) und dessen einzelnen Bestandteilen sowie in Bezug auf einzelne Vergütungsbestandteile des Vergütungssystems abweichen oder neue Vergütungsbestandteile einführen, wenn dies im Interesse des langfristigen Wohlergehens der Gesellschaft notwendig ist. Der Aufsichtsrat behält sich solche Abweichungen für außergewöhnliche Umstände vor, wie zum Beispiel eine Wirtschafts- oder Unternehmenskrise. Solche Abweichungen können vorübergehend für den Vorstandsvorsitzenden oder weitere Vorstandsmitglieder zu einer Abweichung von der Maximalvergütung führen.

C. DAS VERGÜTUNGSSYSTEM IM EINZELNEN

I. Vergütungsbestandteile

1. Überblick über die Vergütungsbestandteile und deren relativen Anteil an der Vergütung

Die Vergütung der Vorstandsmitglieder setzt sich aus festen und variablen Bestandteilen zusammen. Zu den festen Bestandteilen gehören das feste Jahresgehalt, Nebenleistungen und die betriebliche Altersversorgung. Variable Bestandteile sind die kurzfristige variable Vergütung (der Short-Term-Bonus, STB) und die langfristige variable Vergütung (der Long-Term-Bonus, LTB). Ferner sieht das Vergütungssystem Aktienhaltevorschriften (Share Ownership Guidelines, SOG) für die Vorstandsmitglieder vor.



Die Angaben zu den Anteilen der unterschiedlichen Bestandteile an der Ziel-Gesamtvergütung können je nach Vorstandsmitglied um wenige Prozentpunkte variieren. Dies ist auf die individuellen Höhen der Nebenleistungen zurückzuführen.

* Für Spartenvorstände werden die Leistungskriterien um die spartenspezifischen Messgrößen Schaeffler Value-Added der eigenen Sparte (SVA eigene Sparte) und Divisional Cash Flow der eigenen Sparte (DCF eigene Sparte) ergänzt. Ab 1. Januar 2025 kann der Aufsichtsrat für Spartenvorstände die Leistungskriterien zusätzlich um die Messgrößen Schaeffler Value-Added anderer Sparten (SVA andere Sparten) und Divisional Cash Flow anderer Sparten (DCF andere Sparten) ergänzen.

Die Ziel-Gesamtvergütung setzt sich aus dem festen Jahresgehalt, den Versorgungsbeiträgen, den Nebenleistungen sowie den variablen Vergütungsbestandteilen zusammen. Beim STB und beim LTB werden die Zielwerte bei 100 % Zielerreichung berücksichtigt. Die relativen Anteile der festen und variablen Vergütungsbestandteile werden nachfolgend bezogen auf die Ziel-Gesamtvergütung dargestellt.

Beim Vorstandsvorsitzenden und den Vorstandsmitgliedern liegt der Anteil der festen Vergütung an der Ziel-Gesamtvergütung derzeit bei 35 - 45 %. Der Anteil der variablen Vergütung an der Ziel-Gesamtvergütung liegt entsprechend bei 55 - 65 %. Innerhalb der variablen Vergütung liegt der Anteil des STB derzeit bei 24 - 34 % und der Anteil des LTB derzeit bei ca. 26 - 36 % der Ziel-Gesamtvergütung. Dabei stellt der Aufsichtsrat sicher, dass der Anteil der langfristigen variablen Vergütung den Anteil der kurzfristigen variablen Vergütung an der Ziel-Gesamtvergütung in jedem Fall übersteigt.

Die prozentualen Anteile einzelner Vergütungsbestandteile an der Ziel-Gesamtvergütung können für einzelne Vorstandsmitglieder von den oben beschriebenen Anteilen geringfügig abweichen.

Dass die variable Vergütung die feste Vergütung in Bezug auf die Ziel-Gesamtvergütung übersteigt, ist in jedem Fall sichergestellt.

Die genannten Anteile können für künftige Geschäftsjahre z.B. aufgrund der Zuteilung zeitlich begrenzter Zahlungen oder sonstiger Leistungen aus Anlass des Amtsantritts an neu eintretende Vorstandsmitglieder nach Ziffer 4 oder der Entwicklung des Aufwands der vertraglich zugesagten Nebenleistungen sowie für etwaige Neubestellungen abweichen.

2. Feste Vergütungsbestandteile

2.1 Festes Jahresgehalt

Das feste Jahresgehalt ist eine fixe, auf das Gesamtjahr bezogene Barvergütung. Es wird in zwölf gleichen Monatsraten als Gehalt gezahlt.

2.2 Versorgungszusage

Die Gesellschaft sagt den Vorstandsmitgliedern eine betriebliche Altersversorgung, bestehend aus einer Alters-, Invaliditäts- und Hinterbliebenenversorgung zu. Die Versorgungsbeiträge je Geschäftsjahr betragen maximal 195.000 EUR für ordentliche Vorstandsmitglieder und maximal 390.000 EUR für den Vorstandsvorsitzenden. Ab Vollendung des 65. Lebensjahres werden keine weiteren Versorgungsbeiträge mehr für das Vorstandsmitglied entrichtet – auch, wenn das Dienstverhältnis länger dauert.

Bei Eintritt des Versorgungsfalls erhält das Vorstandsmitglied eine Einmalzahlung in Höhe des zu diesem Zeitpunkt angesparten Versorgungsguthabens. Alternativ kann das Vorstandsmitglied die Auszahlung in zehn Jahresraten oder als lebenslange monatliche Rente verlangen. Die Höhe der Ratenzahlung oder der monatlichen Rente ergibt sich jeweils aus der Einbringung des Versorgungsguthabens in eine dann abzuschließende temporäre oder lebenslange Rentenversicherung.

2.3 Nebenleistungen

Als Nebenleistungen der Schaeffler AG steht den Vorstandsmitgliedern jeweils ein Dienstfahrzeug, auch zur privaten Nutzung, zur Verfügung. Darüber hinaus besteht eine D&O-Versicherung mit einem Selbstbehalt entsprechend den Vorgaben des Aktiengesetzes in Höhe von 10 % des Schadens bis mindestens zur Höhe von 150 % des festen Jahresgehalts. Die Vorstandsmitglieder erhalten zudem einen Zuschuss zur Kranken- und Pflegeversicherung sowie zur Einzahlung in das persönliche Vorsorgekonzept (PVK). Die Vorstandsmitglieder sind ferner in die Gruppenunfallversicherung einbezogen. Bei Neubestellungen können weitere Nebenleistungen einzelvertraglich vereinbart werden.

2.4 Ehemalige Vorstandsmitglieder der Vitesco Technologies Group AG

Für den Fall, dass die Verschmelzung der Vitesco Technologies Group AG auf die Schaeffler AG noch im Jahr 2024 vollzogen wird, kann ehemaligen Vorstandsmitgliedern der Vitesco Technologies Group AG, die noch im Laufe des Jahres 2024 zu Vorstandsmitgliedern der

Schaeffler AG bestellt werden, begrenzt für das restliche Jahr 2024 unter Abweichung der unter C.I.1. dargelegten relativen Anteile ausschließlich eine reine Fixvergütung inklusive Nebenleistungen und betrieblicher Altersversorgung sowie eine festgeschriebene variable Vergütung zugesagt werden. Ab dem 1. Januar 2025 werden die ehemaligen Vorstandsmitglieder der Vitesco Technologies Group AG, die zu Vorstandsmitgliedern der Schaeffler AG bestellt werden, nach den allgemeinen Regelungen dieses Vergütungssystems vergütet.

3. Variable Vergütungsbestandteile

3.1 Kurzfristige variable Vergütung (der STB)

Der STB ist ein leistungsabhängiger Bonus mit einem einjährigen Bemessungszeitraum. Im Rahmen dieses kurzfristigen variablen Vergütungsbestandteils soll der jährliche Beitrag zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung und zur operativen Umsetzung der Unternehmensstrategie vergütet werden. Grundlage für die Auszahlung des STB ist die Erreichung der vom Aufsichtsrat für jedes Geschäftsjahr festgesetzten Leistungskriterien. Berücksichtigt werden dabei sowohl die aus der Unternehmensstrategie abgeleiteten finanziellen Ziele als auch nicht-finanzielle Ziele. Die finanziellen Ziele werden mit 80 %, die nicht-finanziellen Ziele mit 20 % gewichtet. Der Aufsichtsrat kann daneben zusätzliche Sonderziele und in diesem Fall eine abweichende Gewichtung der Ziele festlegen. Zudem kann die individuelle Leistung der Vorstandsmitglieder durch den Aufsichtsrat zur Bestimmung der Auszahlungshöhe des STB herangezogen werden.

Der Zielwert des STB wird im Dienstvertrag festgelegt und beträgt 100 % des festen Jahresgehalts. Sofern Vorstandsmitgliedern bisher ein davon abweichender Zielbetrag zugesagt wurde, ist der Aufsichtsrat berechtigt, diese Zusage weiterzuführen. Der Auszahlungsbetrag des STB ist auf maximal 150 % des Zielwerts begrenzt. Beginnend mit dem STB, der für das Geschäftsjahr 2025 zugeteilt wird, ist der Auszahlungsbetrag des STB auf 200 % des Zielwerts begrenzt. Die marktübliche Begrenzung des STB auf 200 % fördert einen weitergehenden Interessengleichklang zwischen Vorstand und Aktionären. Dies gilt auch im Fall der Anpassung des STB mittels eines Multiplikators oder bei außergewöhnlichen Entwicklungen. Wird der Mindestzielwert nicht erreicht, kann der STB vollständig entfallen.

STB		
Der Zielwert wird auf 100% des festen Jahresgehalts festgelegt		
	Vorstandsvorsitzender & Funktionsvorstände	Spartenvorstände
Finanzielle Leistungskriterien	Schaeffler Value-Added (SVA)	SVA Gruppe SVA eigene Sparte SVA andere Sparten (optional)
	Free Cash Flow (FCF)	FCF Gruppe DCF eigene Sparte DCF andere Sparten (optional)
Nicht-finanzielle Leistungskriterien	Bis 2 Nachhaltigkeitsziele (z.B. aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung)	
Sonderziel	Weitere finanzielle oder nicht-finanzielle Ziele (eine additive oder multiplikative Verknüpfung)	
Gesamtzielerreichung	X	Individuelle Leistung (Multiplikator zwischen 0.8 und 1.2)
Kappung bei 200 % des Zielbonus		

3.1.1 Finanzielle Leistungskriterien

Soweit nichts anderes festgelegt ist, beziehen sich die finanziellen Ziele für den Vorstandsvorsitzenden und die Funktionsvorstände¹ auf die gleichgewichteten Leistungskriterien Schaeffler Value Added der Schaeffler Gruppe (SVA Gruppe) und Free Cash Flow der Schaeffler Gruppe (FCF Gruppe). Für Spartenvorstände² wird zusätzlich die Verantwortung für die eigene Sparten berücksichtigt und die finanziellen Leistungskriterien deshalb sowohl auf Gruppenebene als auch auf der Ebene der eigenen Sparte gemessen. Die Leistungskriterien SVA Gruppe, Schaeffler Value Added der eigenen Sparte (SVA eigene Sparte), FCF Gruppe und Divisional Cash-Flow der eigenen Sparte (DCF eigene Sparte) werden für die Spartenvorstände jeweils gleich gewichtet. Ab dem 1. Januar 2025 kann der Aufsichtsrat für die Spartenvorstände festlegen, dass die Leistungskriterien Schaeffler Value Added und Divisional Cash-Flow zusätzlich zur Ebene der eigenen Sparte auch auf der Ebene einer anderen Sparte gemessen werden (SVA andere Sparte bzw. DCF andere Sparte) und die Gewichtung der finanziellen Leistungskriterien untereinander festlegen.

Schaeffler Value Added: Der Schaeffler Value Added dient als zentraler Leistungsindikator für den im Geschäftsjahr erbrachten Beitrag zur nachhaltigen Unternehmenswertentwicklung. Um profitabel zu wachsen und nachhaltig Wert zu schaffen, soll das erwirtschaftete Ergebnis die

¹ Rückwirkend ab dem 1. Januar 2024 entscheidet der Aufsichtsrat durch die Gestaltung der Dienstverträge der Vorstandsmitglieder anhand der durch die Geschäftsordnung des Vorstands definierten und einem Vorstandsmitglied zugewiesenen Ressorts, welche Vorstandsmitglieder als Funktionsvorstände behandelt werden.

² Rückwirkend ab dem 1. Januar 2024 entscheidet der Aufsichtsrat durch die Gestaltung der Dienstverträge der Vorstandsmitglieder anhand der durch die Geschäftsordnung des Vorstands definierten und einem Vorstandsmitglied zugewiesenen Ressorts, welche Vorstandsmitglieder als Spartenvorstände behandelt werden.

Kapitalkosten übersteigen. Das Leistungskriterium SVA Gruppe basiert auf dem EBIT der Schaeffler Gruppe vor Sondereffekten nach Abzug von Kapitalkosten. Der SVA Sparte ermittelt sich entsprechend auf Grundlage der gemäß IFRS 8 segmentierten Größen.

Free Cash Flow: Der Free Cash Flow ist der bedeutsamste operative Leistungsindikator laut der aktuellen Unternehmensstrategie und misst die Fähigkeit, den operativen Erfolg in Mittelzuflüsse umzuwandeln. Grundlage für die Ermittlung des FCF Gruppe sind grundsätzlich (1) Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit, (2) Cash Flow aus Investitionstätigkeit sowie die (3) Tilgungszahlungen aus Leasingverbindlichkeiten (4) ohne die Aus- und Einzahlungen für M&A-Aktivitäten für das jeweilige Geschäftsjahr. Der DCF Sparte ergibt sich aus dem Schaeffler-internen divisionalen Standard-Management-Reporting für die Sparten des jeweiligen Geschäftsjahres und folgt in den Grundzügen der betriebswirtschaftlichen Logik des FCF Gruppe (exkl. Steuer- und Zinszahlungen).

Der Aufsichtsrat setzt die Zielstaffeln für die finanziellen Leistungskriterien, inklusive des Mindestzielwerts und des Maximalzielwerts, jährlich fest. Die Zielerreichung für das entsprechende Geschäftsjahr wird anhand des Vergleichs des jeweiligen Istwerts mit dem festgelegten Zielwert ermittelt.

3.1.2 Nicht-finanzielle Leistungskriterien

Die nicht-finanziellen Ziele beziehen sich auf Leistungskriterien aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance (Environment, Social and Governance, ESG-Ziele). Der Aufsichtsrat legt für das bevorstehende Geschäftsjahr bis zu zwei nicht-finanzielle Ziele und deren Gewichtung fest. Nicht-finanzielle Ziele orientieren sich an der Nachhaltigkeitsstrategie der Schaeffler Gruppe und verankern damit verbundene Maßnahmen in der Vergütung. Über die ausgewählten Ziele, die Leistungskriterien sowie die jeweilige Zielerreichung berichtet die Gesellschaft ausführlich im jeweiligen Vergütungsbericht.

Der Aufsichtsrat setzt die Zielstaffeln für die nicht-finanziellen Leistungskriterien jährlich fest. Dabei stellt er zu jedem Zeitpunkt sicher, dass diese ambitioniert sind, die Geschäftsstrategie fördern und zur langfristigen Entwicklung der Gesellschaft beitragen. Die Zielerreichung für das entsprechende Geschäftsjahr wird anhand des Vergleichs des jeweiligen Istwerts mit dem festgelegten Zielwert ermittelt.

3.1.3 Sonderziele

Der Aufsichtsrat ist berechtigt, ergänzend Sonderziele und damit weitere finanzielle oder nicht-finanzielle Ziele zu definieren. Dem Aufsichtsrat steht es dabei frei, die Sonderziele entweder als zusätzliche Leistungskriterien (dabei werden die Gewichtungen finanzieller und nicht-finanzieller Leistungskriterien entsprechend reduziert) oder als Multiplikator zu definieren. Ein als Multiplikator definiertes Sonderziel kann sich sowohl auf die Zielerreichung eines oder mehrerer Leistungskriterien als auch auf die Gesamtzielerreichung des STB beziehen.

3.1.4 Anpassungsmöglichkeiten

Im Falle von außergewöhnlichen Ereignissen oder Entwicklungen während der Performance Periode ist der Aufsichtsrat nach billigem Ermessen berechtigt, die tatsächlich ermittelten Zielerreichungen der finanziellen und nicht-finanziellen Leistungskriterien und der Sonderziele sowohl zu Gunsten als auch zu Lasten des Vorstandsmitglieds anzupassen, um eine leistungsgerechte Bewertung sicherzustellen. Außergewöhnliche Ereignisse oder Entwicklungen können z.B. eine Akquisition durch ein Unternehmen der Schaeffler Gruppe oder eine Veräußerung einer Gesellschaft bzw. von Teilen einer Gesellschaft oder von Beteiligungen an Gesellschaften durch ein Unternehmen der Schaeffler Gruppe, ein Zusammenschluss der Schaeffler AG mit einer anderen Gesellschaft, wesentliche Veränderungen der Aktionärsstruktur der Schaeffler AG, Änderungen der rechtlichen und/oder regulatorischen Rahmenbedingungen, wirtschaftliche Folgen eines signifikanten exogenen Schocks (z.B. Krieg, Pandemie oder Naturkatastrophen) oder hohe Inflation sein.

Die geplante Verschmelzung der Vitesco Technologies Group AG auf die Schaeffler AG hat erhebliche Auswirkungen auf die Leistungskriterien des STB. Daher ist der Aufsichtsrat zur Sicherstellung einer leistungsgerechten Bewertung des Vorstands berechtigt, die tatsächlichen Zielerreichungen der Leistungskriterien des STB aufgrund verschmelzungsbedingter Effekte anzupassen.

3.1.5 Individuelle Leistung

Der Aufsichtsrat ist berechtigt, in Abhängigkeit von der individuellen Leistung des einzelnen Vorstandsmitglieds, die gesamte STB-Zielerreichung für dieses Vorstandsmitglied nach billigem Ermessen mit einem Multiplikator zwischen 0,8 und 1,2 anzupassen. Der Aufsichtsrat wird bei Ausübung seines billigen Ermessens insbesondere die übergangsweise Wahrnehmung von Aufgaben anderer Ressorts durch das Vorstandsmitglied berücksichtigen.

3.1.6 Auszahlungsmodalitäten

Der STB wird vom Aufsichtsrat innerhalb der ersten drei Monate des auf das Vergütungsjahr folgenden Geschäftsjahres festgelegt und wird am 31. März des auf das Vergütungsjahr folgenden Geschäftsjahres zur Zahlung in bar fällig. Ist das Vorstandsmitglied nicht für volle zwölf Monate in einem Geschäftsjahr für die Schaeffler AG tätig, wird der STB entsprechend zeitanteilig gewährt und am üblichen Auszahlungstermin ausbezahlt.

Endet das Dienstverhältnis in Folge einer Kündigung seitens der Schaeffler AG aus wichtigem Grund oder widerruft die Schaeffler AG die Bestellung des Vorstandsmitglieds aus wichtigem Grund oder legt das Vorstandsmitglied sein Amt ohne wichtigen Grund nieder, verfällt ein etwaiger Anspruch des Vorstandsmitglieds auf einen STB für das entsprechende Geschäftsjahr. Maßgeblich ist der Tag des Zugangs der Kündigung, der Abberufung oder der Amtsniederlegung.

3.2 Langfristige variable Vergütung (der LTB)

Mittels des LTB soll die langfristige Unternehmenswertentwicklung gefördert werden. Die Vorstandsmitglieder partizipieren durch die aktienbasierte Ausgestaltung an der langfristigen Unternehmenswertentwicklung. Anhand der Leistungskriterien werden entsprechend der Unternehmensstrategie nachhaltiges profitables Wachstum, eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit sowie Umsetzung des strategischen Nachhaltigkeitsprogramms „Path to Net Zero“ incentiviert. Außerdem stärkt die aktienbasierte Ausgestaltung den Interessengleichklang zwischen Vorstand und Aktionären.

Der LTB ist als aktienbasierter Performance Share Unit Plan (PSUP) mit einer vierjährigen Performanceperiode für jede Tranche konzipiert. LTB-Tranchen werden jährlich aufgelegt. Jede Performanceperiode beginnt am 1. Januar des jeweiligen Jahres. Im Rahmen des LTB werden jedem Vorstandmitglied jährlich virtuelle Aktien (Performance Share Units, PSUs) zugesagt. Die Anzahl der PSUs wird anhand des individuellen Zielwerts in Euro und des Aktienkurses bei Zuteilung ermittelt. Der Aktienkurs bei Zuteilung entspricht dem durchschnittlichen Schlusskurs der Vorzugsaktie bzw. – im Fall einer Umwandlung der Vorzugsaktie – der Stammaktie (Vorzugs- und Stammaktie in diesem Sinn nachfolgend „Aktie“) der Schaeffler AG im XETRA-Handelssystem der Frankfurter Börse (oder einem Nachfolgesystem) der letzten 60 Börsenhandelstage vor Beginn einer Performanceperiode.

Grundlage der Erdienerung der PSUs nach Ablauf einer vierjährigen Performanceperiode ist die Erfüllung der Dienstbedingung (Service Condition) sowie die Erreichung der vom Aufsichtsrat festgesetzten Leistungskriterien, die derzeit als Outperformance des Total Shareholder Return („TSR-Outperformance“), EPS-Wachstum sowie CO₂-Emissionsniveau („Klimaneutralitätsziel“) festgelegt sind.

LTB			
Der individuelle Zielbetrag in Euro wird basierend auf dem durchschnittlichen Schlusskurs der Schaeffler-Aktie der letzten 60 Handelstage vor dem Zuteilungsstichtag (Start-Aktienkurs) in PSUs umgerechnet.			
40% PSUs	Dienst- bedingung	Zielerreichung: 0% – 100%	Bedingung: bestehender Vorstandsdienstvertrag
17,5% PSUs	TSR Outperformance	Zielerreichung: 0% – 200%	Bedingung: TSR Outperformance vs. Sector Basket (SXAGR/SXNGR) / ab 1. Januar 2025: vs. MDAX
17,5% PSUs	EPS- Wachstum	Zielerreichung: 0% – 200%	Bedingung: durchschnittliches jährliches Wachstum des Gewinns je Aktie (EPS-Wachstum)
25% PSUs	Klimaneutralität	Zielerreichung: 0% – 200%	Bedingung: Ein bestimmtes CO ₂ -Emissions- niveau und ggf. Umsetzung relevanter Maßnahmen
Auszahlung in bar oder Bedienung in echten Aktien nach einer vierjährigen Performanceperiode			
Anzahl der PSUs	X	Aktienkurs zum Ende der Performanceperiode (End-Aktienkurs)	
Kappung bei 250 % des Zielbetrags			

Der Aufsichtsrat setzt die Zielstaffeln für die Leistungskriterien jährlich fest. Die Zielstaffeln bestimmen, bei welcher Outperformance des Total Shareholder Return, bei welchem durchschnittlichen jährlichen Wachstum des EPS bzw. bei welchem CO₂-Emissionsniveau eine bestimmte Prozentanzahl an PSUs erdient wird. Die maximale Anzahl an zu erdienenden PSUs, die an die Leistungskriterien gekoppelt sind, liegt jeweils bei 200 %.

3.2.1 Dienstbedingung (Service Condition)

Eine Auszahlung der auf die Service Condition entfallenden Anzahl der PSUs erfolgt grundsätzlich nur dann, wenn der Dienstvertrag des Vorstandsmitglieds mit der Schaeffler AG während der gesamten Performanceperiode besteht. Bei unterjährigem Eintritt des Vorstandsmitglieds gilt die Service Condition für die im Eintrittsgeschäftsjahr beginnende Performanceperiode als erfüllt, wenn der Dienstvertrag mit dem Vorstandsmitglied am Ende des letzten Geschäftsjahres dieser Performanceperiode besteht. Sofern nicht anders festgelegt, beträgt die Gewichtung der Service Condition 40 %. Der Aufsichtsrat ist berechtigt, die Gewichtung der Service Condition für künftige Geschäftsjahre nach billigem Ermessen anzupassen.

3.2.2 TSR-Outperformance

Das Leistungskriterium TSR-Outperformance misst die sich über die jeweilige Performanceperiode ergebende Aktienrendite (Total Shareholder Return oder TSR) im Vergleich

zu einer relevanten Vergleichsgruppe (Peer Group). Durch dieses relative Leistungskriterium wird die langfristige Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit reflektiert und entsprechend honoriert.

Um das branchenspezifische Marktumfeld der Schaeffler AG – Automotive OEM, Automotive Aftermarket und Industrie – abzubilden, besteht die Peer Group aus einem Sector Basket. Der Sector Basket bildet die Performance der Indizes STOXX Europe 600 Automobiles and Parts Gross Return (SXAGR) und STOXX Europe 600 Industrial Goods and Services Gross Return (SXNGR) im Verhältnis 75 % zu 25 % ab. Diese Gewichtungen entsprechen der derzeitigen Umsatzstruktur der einzelnen Geschäftsfelder innerhalb der Schaeffler AG. Beginnend mit der LTB Tranche, die für die Performanceperiode 2025 bis 2028 zugeteilt wird, bildet die Performance des Index MDAX, als einschlägiger Vergleichsindex für das nationale Marktumfeld, die Peer Group. Die TSR-Outperformance wird dabei als Differenz zwischen dem TSR der Schaeffler-Aktie und dem TSR der Peer Group ermittelt. Der Aufsichtsrat ist berechtigt, die Zusammensetzung der Peer Group für zukünftige Tranchen vor Beginn der jeweiligen Performance Periode einseitig anzupassen, um insbesondere eine bessere Abbildung des relevanten Vergleichsumfelds zu erreichen.

Sofern nicht anders festgelegt, beträgt die Gewichtung der TSR-Outperformance 17,5 %.

3.2.3 EPS-Wachstum

Das jährliche EPS-Wachstum gemessen über die vierjährige Performanceperiode bildet die operative Performance der Schaeffler AG ab, reflektiert langfristiges profitables Wachstum und stellt in Kombination mit der TSR-Outperformance eine ausgewogene Performancemessung sicher. Das EPS-Wachstum wird anhand des durchschnittlichen jährlichen Wachstums des Gewinns pro Aktie (EPS) während der Performanceperiode errechnet. Das EPS wird definiert als das im gebilligten und geprüften Konzernabschluss der Schaeffler AG ausgewiesene Ergebnis je Aktie (unverwässert) aus fortzuführenden Geschäftsbereichen.

Sofern nicht anders festgelegt, beträgt die Gewichtung des EPS-Wachstums 17,5 %.

3.2.4 Klimaneutralität

Das Thema „Nachhaltigkeit“ und dabei insbesondere die „Klimaneutralität“ stehen im Fokus der langfristigen Strategie der Schaeffler Gruppe. Das Klimaneutralitätsziel knüpft Teile des Long-Term Bonus an die Umsetzung des strategischen Programms „Path to Climate Neutrality“. Der Aufsichtsrat legt für jede Performanceperiode ein oder mehrere gleichgewichtete Ziele für das Klimaneutralitätsziel fest, welche aus dem „Path to Climate Neutrality“ abgeleitet werden.

Die Zielerreichung für die jeweilige Performanceperiode wird anhand des Vergleichs des jeweiligen Istwerts mit dem vom Aufsichtsrat festgelegten Zielwert ermittelt.

Sofern nicht anders festgelegt, beträgt die Gewichtung des Klimaneutralitätsziels 25 %.

3.2.5 Anpassungsmöglichkeiten

Im Falle von außergewöhnlichen Ereignissen oder Entwicklungen während der Performance Periode ist der Aufsichtsrat nach billigem Ermessen berechtigt, die tatsächlich ermittelten Zielerreichungen der Leistungskriterien TSR-Outperformance, EPS-Wachstum und Klimaneutralität sowohl zu Gunsten als auch zu Lasten des Vorstandsmitglieds anzupassen, um eine leistungsgerechte Bewertung sicherzustellen. Außergewöhnliche Ereignisse oder Entwicklungen können z.B. eine Akquisition durch ein Unternehmen der Schaeffler Gruppe oder eine Veräußerung einer Gesellschaft bzw. von Teilen einer Gesellschaft oder von Beteiligungen an Gesellschaften durch ein Unternehmen der Schaeffler Gruppe, ein Zusammenschluss der Schaeffler AG mit einer anderen Gesellschaft, wesentliche Veränderungen der Aktionärsstruktur der Schaeffler AG, Änderungen der rechtlichen und/oder regulatorischen Rahmenbedingungen, wirtschaftliche Folgen eines signifikanten exogenen Schocks (z.B. Krieg, Pandemie oder Naturkatastrophen) oder hohe Inflation sein.

Die geplante Verschmelzung der Vitesco Technologies Group AG auf die Schaeffler AG hat erhebliche Auswirkungen auf die Leistungskriterien EPS-Wachstum und Klimaneutralität. Daher ist der Aufsichtsrat zur Sicherstellung einer leistungsgerechten Bewertung des Vorstands berechtigt, die tatsächlichen Zielerreichungen der Leistungskriterien EPS-Wachstum und Klimaneutralität des PSP der Tranche 2024 bis 2027 und späterer Tranchen aufgrund verschmelzungsbedingter Effekte anzupassen oder festzuschreiben.

3.2.6 Auszahlungsmodalitäten

Die erdienten PSUs werden in bar ausbezahlt. Die Höhe der Auszahlung ermittelt sich aus der Multiplikation der finalen Anzahl der erdienten PSUs mit dem durchschnittlichen Schlusskurs der Aktie der Schaeffler AG im XETRA-Handelssystem der Frankfurter Börse (oder einem Nachfolgesystem) der letzten 60 Börsenhandelstage der jeweiligen Performanceperiode. Der Aktienkurs ist dabei auf das Doppelte des Aktienkurses bei Zuteilung der jeweiligen Tranche begrenzt. Der LTB wird mit dem nächsten ordentlichen Gehaltslauf nach Billigung des Konzernabschlusses der Schaeffler AG zur Zahlung fällig. Beginnend mit der LTB Tranche, die für die Performanceperiode 2025 bis 2028 zugeteilt wird, ist der Auszahlungsbetrag auf 250 % des im Vorstands-Dienstvertrags vereinbarten individuellen Zielwerts begrenzt.

Beginnend mit der LTB Tranche, die für die Performanceperiode 2025 bis 2028 zugeteilt wird, kann der Aufsichtsrat entscheiden, die erdienten PSUs ganz oder teilweise in Aktien zu bedienen. In diesem Fall erhält das Vorstandsmitglied zum Fälligkeitszeitpunkt echte Aktien der Schaeffler AG, deren Anzahl der finalen Anzahl der erdienten PSUs entspricht. Die Anzahl der echten Aktien der Schaeffler AG ist entsprechend zu kürzen, soweit im Fall einer Barauszahlung der Auszahlungsbetrag mit Blick auf die Entwicklung des Aktienkurses, die Begrenzung des Auszahlungsbetrags oder die Maximalvergütung zu kürzen wäre.

3.2.7 Sonstige Regelungen: Beendigung des Dienstverhältnisses und Kapital- und Strukturmaßnahmen

Der PSUP enthält Regelungen zum Ausscheiden der Vorstandsmitglieder, die zwischen „Good Leaver“-Fällen und „Bad Leaver“-Fällen differenzieren. Endet das Dienstverhältnis mit dem Vorstandsmitglied in einem „Good Leaver Fall“ (u.a. Ablauf der Vertragslaufzeit, Vertragsaufhebung, Erreichen der Altersgrenze) wird die Anzahl der gewährten Performance Share Units grundsätzlich am jeweils letzten Tag der Performanceperiode pro rata temporis erdient. Der Barausgleich erfolgt grundsätzlich nach den vertraglich vereinbarten Bedingungen. Endet das Dienstverhältnis in einem „Bad Leaver Fall“ (insbesondere Kündigung der Schaeffler AG aus wichtigem Grund), verfallen alle Performance Share Units, deren Performanceperiode im Zeitpunkt des Zugangs der Kündigung noch nicht abgelaufen ist.

Der PSUP enthält für Kapital- und Strukturmaßnahmen (u.a. Kapitalerhöhung, Umwandlung der Schaeffler AG) Regelungen, die eine entsprechende Anpassung der Anzahl der gewährten virtuellen Aktien vorsehen. Im Fall eines Delistings verfallen die Ansprüche auf Auszahlung des Gegenwerts der Performance Share Units und die Schaeffler AG sagt den Vorstandsmitgliedern ein wirtschaftlich zum LTB gleichwertiges Programm zu.

4. Sonstige Leistungen

Der Aufsichtsrat ist berechtigt, neu eintretenden Vorstandsmitgliedern anlässlich des Amtsantritts im Eintrittsjahr und/oder dem zweiten Jahr der Bestellung eine Zahlung oder sonstige Leistung zu gewähren. Durch eine solche Zahlung oder sonstige Leistung können z.B. finanzielle Nachteile ausgeglichen werden, die ein Vorstandsmitglied durch den Wechsel zur Schaeffler AG bei einem früheren Dienst-/Arbeitgeber - insbesondere aufgrund verfallender variabler Vergütung - erleidet oder Nachteile im Zusammenhang mit einem Standortwechsel.

II. Maximalvergütung

Die für ein Geschäftsjahr zu gewährende Gesamtvergütung (Summe aller für das betreffende Geschäftsjahr aufgewendeten Vergütungsbeträge, einschließlich festem Jahresgehalt, variabler Vergütungsbestandteile, Versorgungsbeiträge, Nebenleistungen sowie Zahlungen oder sonstige Leistungen anlässlich des Amtsantritts nach Ziffer I.4) der Vorstandsmitglieder – unabhängig davon, ob sie in diesem Geschäftsjahr oder zu einem späteren Zeitpunkt ausbezahlt wird – ist für die einzelnen Vorstandsmitglieder auf einen Maximalbetrag begrenzt („**Maximalvergütung**“).

Die Maximalvergütung beträgt für den Vorstandsvorsitzenden 7.650.000 EUR, ab dem 1. Januar 2025 10.000.000 EUR und für die ordentlichen Vorstandsmitglieder grundsätzlich jeweils 3.875.000 EUR, ab dem 1. Januar 2025 5.500.000 EUR. Abweichend hiervon beträgt die Maximalvergütung für Herrn Dr. Spindler aufgrund bestehender vertraglicher Zusagen 4.580.000 EUR.

III. Möglichkeiten der Schaeffler AG, variable Vergütungsbestandteile zurückzufordern

Der Aufsichtsrat kann den Auszahlungsbetrag aus dem STB und dem LTB bei schwerwiegendem Verstoß eines Vorstandsmitglieds gegen

- den Unternehmenskodex der Schaeffler Gruppe,
- Sorgfaltspflichten bei der Leitung des Unternehmens oder
- bei schwerwiegendem Verstoß gegen den Unternehmenskodex der Schaeffler Gruppe durch Arbeitnehmer der Schaeffler AG oder durch Organmitglieder oder Arbeitnehmer von mit der Schaeffler AG verbundenen Unternehmen, wenn das Vorstandsmitglied seine Organisations- und Überwachungspflicht in schwerwiegendem Maße verletzt hat,

während des Bemessungszeitraums eines variablen Vergütungsbestandteils – beim STB während des maßgeblichen einjährigen Bemessungszeitraums, beim LTB während des jeweils maßgeblichen vierjährigen Bemessungszeitraums – um bis zu 100 % reduzieren bzw. ganz oder teilweise zurückfordern.

Eine Reduzierung um bis zu 100 % ist bei einzelnen oder sämtlichen variablen Vergütungselementen des STB und des LTB, in deren Bemessungszeitraum einer der drei oben genannten Verstöße fällt, und die zu dem Zeitpunkt der Rückforderungsentscheidung des Aufsichtsrats noch nicht ausgezahlt sind, möglich. Im Falle eines nachträglichen Bekanntwerdens bzw. der nachträglichen Aufdeckung eines Verstoßes können bereits ausgezahlte variable Vergütungselemente des STB und des LTB ganz oder teilweise zurückgefordert werden, wenn seit der Auszahlung noch nicht mehr als fünf Jahre vergangen sind.

Die Reduzierung um bis zu 100 % oder Rückforderung ist auch dann möglich, wenn das Dienstverhältnis zum Zeitpunkt der Rückforderungsentscheidung bereits beendet ist.

Die Reduzierung oder Rückforderung des Auszahlungsbetrags steht im pflichtgemäßen Ermessen des Aufsichtsrats.

IV. Aktienerwerbs- und Aktienhalteverpflichtung

Die ordentlichen Vorstandsmitglieder sind verpflichtet, Aktien der Gesellschaft in Höhe von 100 % des festen Jahresgehalts (Bruttobetrag) zu erwerben und während der Dauer ihres Dienstvertrags zu halten (Aktien-Ziel). Ein bereits bestehender Aktienbesitz kann angerechnet werden. Für den Vorstandsvorsitzenden besteht eine entsprechende Verpflichtung in Höhe von 200 % des festen Jahresgehalts (Bruttobetrag). Maßgeblich ist der Wert der Aktien zum Zeitpunkt des Erwerbs. Die bereits am 1. Januar 2020 amtierenden Vorstandsmitglieder hatten die Verpflichtung erstmals bis zum 31. Dezember 2023 zu erfüllen. Alle anderen Vorstandsmitglieder haben die Verpflichtung bis zum Ablauf der ersten Performanceperiode des LTB zu erfüllen. Bei unterjährigem Eintritt eines Vorstandsmitglieds ist die Verpflichtung bis zum Ablauf der ersten vierjährigen Performanceperiode des LTB zu erfüllen, die mit dem auf den Beginn des

Dienstvertrags folgenden Kalenderjahr beginnt. Die Auszahlung des LTB ist abhängig von dem Nachweis der Erfüllung der Aktienerwerbs- und Aktienhalteverpflichtung zum Ende der jeweiligen Performanceperiode. Endet der Dienstvertrag eines Vorstandsmitglieds vor dem Ende der ersten Performanceperiode, reduziert sich das Aktien-Ziel zeitanteilig im Verhältnis der Dauer des Dienstvertrages zur vierjährigen Performanceperiode des LTB. Endet der Dienstvertrag eines Vorstandsmitglieds nach dem Ende der ersten Performanceperiode und hat das Vorstandsmitglied die Erfüllung des Aktien-Ziels ordnungsgemäß nachgewiesen, hängt die Auszahlung für die folgenden Performanceperioden nicht mehr vom Nachweis der Erfüllung der Aktienerwerbs- und Aktienhalteverpflichtung ab.

Mit der Aktienerwerbs- und Aktienhalteverpflichtung wird neben dem LTB ein zusätzlicher und über die jeweilige vierjährige Performanceperiode hinausgehender Anreiz für die langfristige Entwicklung des Unternehmenswerts gesetzt. Darüber hinaus dient diese Verpflichtung der Stärkung der Kapitalmarktorientierung und des Interessengleichklangs zwischen dem Vorstand und den Aktionären der Schaeffler AG.

V. Vergütungsbezogene Rechtsgeschäfte

1. Laufzeiten und Voraussetzungen der Beendigung vergütungsbezogener Rechtsgeschäfte, einschließlich der jeweiligen Kündigungsfristen

Die Dienstverträge der Vorstandsmitglieder gelten für die Dauer der laufenden Bestellungen. In der Regel werden Vorstandsmitglieder bei einer Erstbestellung für drei Jahre bestellt. Der Wiederbestellungszeitraum beträgt in der Regel fünf Jahre.

Die Dienstverträge verlängern sich jeweils für den Zeitraum, für den der Aufsichtsrat mit Zustimmung des Vorstandsmitglieds seine Wiederbestellung zum Mitglied des Vorstands der Gesellschaft beschließt.

Der Dienstvertrag endet automatisch mit Ablauf des Monats, in dem das Vorstandsmitglied das 68. Lebensjahr vollendet. Darüber hinaus endet der Dienstvertrag im Falle einer außerordentlichen Kündigung aus wichtigem Grund.

Ein Sonderkündigungsrecht im Falle eines Kontrollwechsels (Change of Control) oder eine Zusage für Leistungen aus Anlass der vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit infolge eines Kontrollwechsels bestehen nicht.

2. Entlassungsschädigungen

Bei einer vorzeitigen Beendigung des Dienstvertrags dürfen etwaig zu vereinbarenden Zahlungen nicht den Wert von zwei Jahresvergütungen und nicht den Wert der Vergütung für die Restlaufzeit des Dienstvertrags übersteigen (Abfindungs-Cap). Im Fall einer vorzeitigen Beendigung aus

einem vom Vorstandsmitglied zum vertretenden wichtigen Grund ist eine Abfindung ausgeschlossen.

Der Aufsichtsrat kann mit den Vorstandsmitgliedern für die Zeit nach Beendigung des Dienstverhältnisses für die Dauer von bis zu zwei Jahren ein nachvertragliches Wettbewerbsverbot vereinbaren. Während dieses Zeitraums haben sie Anspruch auf eine Karenzentschädigung in Höhe von 50 % des zuletzt vereinbarten festen Jahresgehalts zuzüglich 50 % des letzten vor Beendigung des Dienstvertrags ausgezahlten STB. Für einige Vorstandsmitglieder gelten abweichende Regelungen aufgrund bestehender vertraglicher Zusagen. Diese Vorstandsmitglieder erhalten eine Karenzentschädigung in Höhe von 50 % der vertraglichen Vergütung, die dem jeweiligen Vorstandsmitglied im Durchschnitt der letzten 12 Monate vor seinem Ausscheiden gewährt worden ist. Der Aufsichtsrat ist berechtigt, solche bereits bestehenden Zusagen auch im Fall einer Vertragsverlängerung fortzusetzen. Etwaige erzielte Einkünfte aus einer nicht unter das nachvertragliche Wettbewerbsverbot fallenden Tätigkeit werden auf die Karenzentschädigung angerechnet, soweit die Entschädigung unter Hinzurechnung der erzielten Einkünfte den Betrag der zuletzt vom Vorstandsmitglied bezogenen vertragsmäßigen Leistungen um mehr als ein Zehntel übersteigen würde. Der Aufsichtsrat ist berechtigt, mit den Vorstandsmitgliedern eine abweichende Anrechnungsregelung zu vereinbaren.

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

- a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

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

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

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

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

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrssteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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