

Bericht

über die Prüfung des Beherrschungs- und
Gewinnabführungsvertrags
gemäß § 293b AktG zwischen der

**Vantage Towers AG,
Düsseldorf,**

und der

**Oak Holdings GmbH,
Düsseldorf**

INHALTSVERZEICHNIS

| | | |
|-----|--|----|
| A. | Auftrag und Auftragsdurchführung | 1 |
| I. | Auftrag | 1 |
| II. | Auftragsdurchführung | 2 |
| B. | Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung | 6 |
| C. | Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags | 8 |
| 1. | Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften | 8 |
| 2. | Leitung | 8 |
| 3. | Gewinnabführung | 9 |
| 4. | Verlustübernahme | 10 |
| 5. | Ausgleichszahlung | 10 |
| 6. | Abfindung | 12 |
| 7. | Wirksamwerden, Dauer und Beendigung des Vertrags | 13 |
| 8. | Schlussbestimmung | 14 |
| D. | Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags | 15 |
| I. | Grundlagen und Bewertungsmethodik | 15 |
| 1. | Methoden zur Ermittlung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich | 15 |
| 2. | Methoden der Unternehmenswertermittlung | 16 |
| 3. | Liquidationswert und Substanzwert | 17 |
| 4. | Vergleichsorientierte Bewertung | 18 |
| 5. | Vorerwerbe und Börsenkurse | 18 |
| II. | Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts | 19 |
| 1. | Vorgehensweise | 19 |
| 2. | Markt- und Wettbewerbsumfeld | 20 |
| 3. | Bewertungsobjekt | 21 |
| a) | Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen | 21 |
| aa) | Gesellschaftsrechtliche Grundlagen und steuerliche Verhältnisse | 21 |
| ab) | Geschäftstätigkeit | 23 |
| ac) | Vermögens-, Finanz- und Ertragslage | 23 |
| b) | Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts | 28 |
| 4. | Bewertungsstichtag | 28 |

| | |
|---|----|
| 5. Bewertungsmethode | 29 |
| 6. Vergangenheitsanalyse | 31 |
| 7. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen | 33 |
| a) Planungsprozess | 33 |
| b) EBIT-Planung | 34 |
| ba) Umsatzerlöse | 34 |
| bb) Aufwendungen und EBITDA | 36 |
| bc) EBITDAaL | 37 |
| bd) Modifikationen der Planung durch den Bewertungsgutachter | 37 |
| c) Plausibilisierung der operativen Planung mit den Vergleichsunternehmen | 39 |
| d) Nachhaltiges operatives Ergebnis | 41 |
| da) Finanzergebnis und Unternehmenssteuern | 41 |
| db) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer | 42 |
| 8. Kapitalisierungszinssatz | 45 |
| a) Basiszinssatz | 46 |
| b) Risikozuschlag | 48 |
| ba) Anwendung des Tax-CAPM | 48 |
| bb) Marktrisikoprämie | 49 |
| bc) Betafaktoren | 51 |
| c) Wachstumsabschlag | 57 |
| d) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze | 59 |
| 9. Sonderwerte | 60 |
| a) Cornerstone | 60 |
| b) INWIT | 64 |
| c) MSA – Anpassung | 66 |
| d) Verwaltungsgesellschaften | 66 |
| 10. Unternehmenswert und Wert je Aktie | 67 |
| III. Plausibilisierung des Unternehmenswerts | 68 |
| 1. Vergleichsorientierte Marktbewertung | 68 |
| 2. Marktkapitalisierung | 69 |
| IV. Ableitung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich | 71 |
| a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG | 71 |
| b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG | 74 |
| E. Abschließende Erklärung | 76 |

ANLAGENVERZEICHNIS

- Anlage 1: Unternehmensbeschreibungen der Vergleichsunternehmen (Peer Group)
- Anlage 2: Beschluss des Landgerichts Düsseldorf vom 12. Januar 2023 zur Bestellung der I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum gemeinsamen Vertragsprüfer gemäß § 293c AktG
- Anlage 3 BGAV zwischen der Oak Holdings GmbH sowie der Vantage Towers AG
- Anlage 4: Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017.

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

| | |
|---------------------|--|
| Abs. | Absatz |
| AG | Aktiengesellschaft |
| AktG | Aktiengesetz |
| Az. | Aktenzeichen |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| BB | Betriebsberater (Zeitschrift) |
| Bewertungsgutachten | Gutachtliche Stellungnahme über den Unternehmenswert der Vantage Towers AG und zur Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG sowie zum angemessenen Ausgleich gemäß § 304 AktG zum 5. Mai 2023 der Grant Thornton |
| Bewertungsgutachter | Grant Thornton |
| BewG | Bewertungsgesetz |
| BewP | BewertungsPraktiker (Zeitschrift) |
| BGAV | Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BTS | Build-to-Suit |
| BVerfG | Bundesverfassungsgericht |
| bzw. | beziehungsweise |
| ca. | circa |
| CAPM | Capital Asset Pricing Model |
| CAGR | Compound Annual Growth Rate |
| DAS | Distributed Antenna Systems |
| Cornerstone | Cornerstone Telecommunications Infrastructure Limited |
| DCF | Discounted Cash Flow |

| | |
|----------------|--|
| EBIT | Earnings Before Interest and Tax (Ergebnis vor Zinsen und Steuern/Betriebsergebnis) |
| EBITDA | Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen) |
| EBITDAaL | Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation and after Leases (Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen und nach Leasing) |
| etc. | et cetera |
| e.V. | Eingetragener Verein |
| € | Euro |
| FAUB | Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW |
| f. | folgende |
| ff. | fortfolgende |
| FN-IDW | Fachnachrichten des IDW |
| GBP | Britische Pfund |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| Grant Thornton | Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Düsseldorf |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| HRB | Handelsregister Abteilung B |
| IAS | International Accounting Standard |
| IDW | Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf |
| IDW S 1 | IDW Standard 1 i.d.F. 2008 |
| IFRS | International Financial Reporting Standard |
| INCA | Inter-company Agreement |
| Inkl. | inklusive |
| INWIT | Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. |

| | |
|--------------------------------|--|
| ISIN | International Securities Identification Number |
| i.S.d. | im Sinne der/s |
| Kap. | Kapitel |
| KGaA | Kommanditgesellschaft auf Aktien |
| KSt/KStG | Körperschaftsteuer/Körperschaftsteuergesetz |
| LG | Landgericht |
| LTA | Long Term Service Agreement |
| Mio. | Million(en) |
| MNO | Mobile Network Operator (Netzbetreiber) |
| MSA | Master Service Agreement |
| m.w.N. | mit weiteren Nachweisen |
| Nr. | Nummer |
| OLG | Oberlandesgericht |
| p.a. | per annum |
| rd. | rund |
| Oak | Oak Holdings GmbH, Düsseldorf |
| S. | Seite |
| S.A. | Societe Anonyme (französische Aktiengesellschaft) |
| S.L.U. | Sociedad Limitada Unipersonal (Spanische Einpersonengesellschaft mit beschränkter Haftung) |
| sog. | sogenannte |
| SolZ | Solidaritätszuschlag |
| S.p.A. | Societa per azioni (Italienische Aktiengesellschaft) |
| S&P Global Market Intelligence | S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA |
| Tax-CAPM | Capital Asset Pricing Modell (um Steuern erweitert) |
| TSA | Transitional service agreement |
| Tz. | Textziffer |
| u.a. | unter anderem |

| | |
|-------|--|
| UK | United Kingdom |
| vgl. | vergleiche |
| WACC | Weighted Average Cost of Capital |
| WPg | Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift) |
| WpÜG | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz |
| z.B. | zum Beispiel |
| zzgl. | zuzüglich |

Hinweis:

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen auftreten.

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

I. Auftrag

1. Die Oak Holdings GmbH, Düsseldorf,¹ als herrschendes Unternehmen und die

Vantage Towers AG, Düsseldorf,²

als beherrschtes Unternehmen beabsichtigen, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag i.S.d. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG³ abzuschließen. Die Wirksamkeit des Vertrags steht gemäß § 293 Abs. 1 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung der Vantage Towers und der Gesellschafterversammlung der Oak. Der Vertrag in Entwurfsfassung soll der außerordentlichen Hauptversammlung der Vantage Towers am 5. Mai 2023 und der Gesellschafterversammlung der Oak am 4. Mai 2023 zur Zustimmung vorgelegt werden.

2. Gemäß §§ 304, 305 AktG ist den außenstehenden Aktionären einer beherrschten Aktiengesellschaft nach ihrer Wahl eine angemessene Ausgleichszahlung oder eine angemessene Abfindung zu gewähren. Der Vertrag ist insbesondere im Hinblick auf die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.⁴ Prüfungsgegenstand unserer Prüfung sind demnach der Vertrag⁵ und die Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs sowie der vorgeschlagenen Abfindung.⁶
3. Auf gemeinsamen Antrag der Oak Holdings und der Vantage Towers hat das Landgericht Düsseldorf – 5. Kammer für Handelssachen – mit Beschluss vom 12. Januar 2023 uns, die I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum gemeinsamen Vertragsprüfer für den beabsichtigten BGAV bestellt.⁷ Der Bestellungsbeschluss enthält keine Vorgaben für die Prüfungsdurchführung und die Berichterstattung über die Prüfung.

¹ Im Folgenden „Oak“ oder „Mehrheitsaktionär“.

² Im Folgenden „Vantage Towers“, „Gesellschaft“ oder „Bewertungsobjekt“.

³ „BGAV“.

⁴ §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

⁵ § 293b Abs. 1 AktG.

⁶ § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

⁷ Vgl. Anlage 1.

4. Die Festlegung von Ausgleich und Abfindung erfolgte auf Grundlage der von den Vertragsparteien in Auftrag gegebenen Gutachtlichen Stellungnahme⁸ der Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf,⁹ über den Unternehmenswert der Vantage Towers AG und zur Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG sowie zum angemessenen Ausgleich gemäß § 304 AktG zum 5. Mai 2023. Das Bewertungsgutachten über den Wert der Vantage Towers mit Datum vom 22. März 2023 hat Grant Thornton in der Funktion als neutraler Bewertungsgutachter nach dem IDW-Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. i.d.F. 2008¹⁰ erstattet. Die Vertragsparteien haben sich dieses Bewertungsgutachten bzw. die darin enthaltenen Ausführungen zu angemessenem Ausgleich und angemessener Abfindung inhaltlich in vollem Umfang zu eigen gemacht und dem gemeinsamen Vertragsbericht als Anlage 7 beigefügt.

II. Auftragsdurchführung

5. Wir haben unsere Prüfung – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 18. Januar 2023 aufgenommen und bis zum 27. März 2023 vornehmlich in unseren Büros in Düsseldorf und Frankfurt am Main durchgeführt.
6. Gespräche mit den Verantwortlichen der Gesellschaft sowie den verantwortlichen Bewertern, Herrn Prof. Dr. Jonas, Herrn Ostwald und Herrn Dr. Budzinski haben wir via Video- oder Telefonkonferenz geführt. Die benannten Auskunftspersonen haben uns das Markt- und Wettbewerbsumfeld, das Geschäftsmodell und die Strategie, die historische und aktuelle Geschäftslage sowie die Planungsrechnung dargelegt. Prüfungsbegleitend haben wir ferner Bewertungsannahmen mit Vertretern des Bewertungsgutachters diskutiert.

⁸ Im Folgenden „Bewertungsgutachten“.

⁹ Im Folgenden „Grant Thornton“ oder „Bewertungsgutachter“.

¹⁰ Im Folgenden „IDW S 1“.

7. Für unsere Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung, die wir über den durch den Bewertungsgutachter eingerichteten Datenraum oder unmittelbar vom Bewertungsgutachter bzw. den verantwortlichen Rechtsanwälten erhalten haben:
- Einzel- und Konzernabschlüsse der Vantage Towers für die Geschäftsjahre 2020/21 und 2021/22;
 - Pro-forma Finanzinformationen des Geschäftsjahres 2020/21;
 - Hochrechnung der Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2022/23;
 - Unternehmensplanung für die Geschäftsjahre 2023/24 bis 2031/32
 - Berechnung und Darstellung von Sensitivitätsanalysen in Bezug auf die Auswirkungen der erwarteten Inflation auf die Unternehmensplanung;
 - Informationen zu den Auswirkungen der vertraglich vereinbarten Anpassung des Master Service Agreements mit dem Vodafone-Konzern auf den Business Plan der Vantage Towers;
 - Unternehmensplanung für die Cornerstone Telecommunications Infrastructure Ltd. Für die Jahre 2023 bis 2032;
 - Unternehmensplanung für die INWIT für die Jahre 2023 bis 2030, abgeleitet auf Basis veröffentlichter Daten der INWIT sowie Analystenprognosen;
 - Business Combination Agreement vom 09.11.2022;
 - Gemeinsamer Bericht der Geschäftsführung der Oak Holdings GmbH, Düsseldorf, und des Vorstands der Vantage Towers AG, Düsseldorf über den BGAV vom 23.03.2023;
 - Abgestimmter Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Oak Holdings GmbH und der Vantage Towers AG vom 23.03.2023;
 - Satzung (Fassung vom 19.02.2021) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 22.03.2023) der Vantage Towers
8. Darüber hinaus haben wir für unsere Arbeiten auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns vor allem auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA,¹¹ gelieferten Daten gestützt.

¹¹ Im Folgenden „S&P Global Market Intelligence“.

9. Sämtliche von uns erbetenen Aufklärungen und Nachweise wurden uns von den Vertretern der Vantage Towers und der Oak sowie den benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der Vantage Towers hat uns gegenüber mit heutigem Datum eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns sämtliche Angaben und Unterlagen, die für unsere Prüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt worden sind. Die Geschäftsführung der Oak hat uns mit selbem Datum daneben zusätzlich schriftlich erklärt, dass ihr keine Tatsachen oder Umstände bekannt sind, wonach das Bewertungsgutachten und der Prüfungsbericht (finaler Entwurf) Aussagen zur Unternehmensplanung enthalten, die in wesentlicher Hinsicht unzutreffend seien.
10. Bei unserer Prüfung haben wir den IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. beachtet. Darüber hinaus haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertungen, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ berücksichtigt.
11. Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Arbeiten des Bewertungsgutachters aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Vertrags- bzw. Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.¹² Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden keine divergierenden Auffassungen. Prüfungsfeststellungen wurden in das Bewertungsmodell eingearbeitet. Dementsprechend ist unsere Prüfung in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung.
12. Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Vertragsberichts liegt bei der Geschäftsführung der Oak und dem Vorstand der Vantage Towers.
13. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Derartige Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung. Die Einhaltung der jeweiligen rechtlichen Vorschriften im Rahmen der vorgelegten geprüften Abschlüsse ist jeweils vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden.

¹² Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006, II ZR 225/04, BB 2006, S. 2.543 ff.

14. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der voraussichtlichen außerordentlichen Hauptversammlung der Vantage Towers AG am 5. Mai 2023 über den Abschluss des Vertrags wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Vantage Towers ergeben, sind diese bei der Bemessung von Ausgleich und Abfindung ergänzend zu berücksichtigen. Hierzu werden wir Stichtagserklärungen am Tag der Hauptversammlung einholen.
15. Dieser Bericht dient ausschließlich zur Information und als Entscheidungsgrundlage für die am Abschluss des BGAV beteiligten Parteien einschließlich ihrer Gesellschafter/ Aktionäre sowie das uns bestellende Gericht. Dies umfasst auch die Bereitstellung des Berichts im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden Hauptversammlung der Vantage Towers und in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem Abschluss des BGAV die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.
16. Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrundeliegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.
17. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln – ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbeschränkung gegenüber den Vertragsparteien und Anteilsinhabern gemäß § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB – unsere Verantwortlichkeit auch gegenüber Dritten.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung

18. Gegenstand und Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus § 293b Abs. 1 und § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG. Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand unserer Prüfung der Unternehmensvertrag. Schwerpunkt der Prüfung ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG die Beurteilung der Angemessenheit von Ausgleich¹³ und Abfindung¹⁴. Dabei ist im Prüfungsbericht nach § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG anzugeben
- nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind und aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist
 - welcher Ausgleich oder welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen
 - welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zu Grunde liegenden Werte beigemessen worden ist und
 - welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des vertragschließenden Unternehmens aufgetreten sind.
19. Dementsprechend ist unsere Prüfung zweigeteilt in einen formellen und einen materiellen Teil. Im formellen Teil unserer Prüfung haben wir geprüft, ob der Vertrag die gesetzlich vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht. Im materiellen Teil unserer Prüfung haben wir geprüft, ob der vorgeschlagene Ausgleich und die vorgeschlagene Abfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Vantage Towers als angemessen anzusehen sind. Jegliche weitergehende rechtliche Würdigung sowie die Prüfung der Zweckmäßigkeit des Vertrags und steuerlicher Auswirkungen zählen nicht zu unserem Auftrag. Gleichmaßen sind Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertragsberichts nicht Prüfungsgegenstand.

¹³ § 304 AktG.

¹⁴ § 305 AktG.

20. Die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung lässt sich auf Basis der Prüfung der Bewertung der Vantage Towers beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung von Ausgleich und Abfindung bildet. Der Prüfer hat zu untersuchen, ob die Bewertung anerkannten Methoden entspricht, die wertrelevanten Parameter fachgerecht abgeleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse festgestellt werden können, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

21. Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines BGAV ergibt sich aus den §§ 291 ff. AktG. Die Prüfung von Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertrags bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den Vertragsparteien, die Feststellung des Vertragsgegenstands, den Beginn und die Dauer des Vertrags sowie die Vereinbarungen zu Ausgleich und Abfindung.

1. Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

22. **Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften** sind im Vertrag genannt¹⁵ und entsprechen den Eintragungen in den Handelsregistern der Oak und der Vantage Towers.

2. Leitung

23. Die Vantage Towers unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft der Oak.¹⁶ Dementsprechend ist die Oak berechtigt, dem Vorstand der Vantage Towers hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft Weisungen zu erteilen. Der Vorstand der Vantage Towers ist verpflichtet, den Weisungen Folge zu leisten.¹⁷ Dieses Weisungsrecht erstreckt sich nicht auf Änderungen, Aufrechterhaltung oder Beendigung des Vertrags.¹⁸ Aus Gründen der Rechtssicherheit ist vertraglich geregelt, dass Weisungen der Textform bedürfen.¹⁹
24. Die Unterstellung der Leitung der Gesellschaft ist für einen Beherrschungsvertrag konstitutiv. Die diesbezüglichen Regelungen des Vertrags entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.²⁰

¹⁵ Vgl. Präambel.

¹⁶ Vgl. Ziffer 1.1 i.V.m. Ziffer 6.2 des Vertrags; sowie § 294 Abs. 2 AktG.

¹⁷ Vgl. Ziffer 1.1 des Vertrags.

¹⁸ Vgl. Ziffer 1.2 des Vertrags.

¹⁹ Vgl. Ziffer 1.4 des Vertrags.

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

3. Gewinnabführung

25. Die Vantage Towers verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an die Oak abzuführen.²¹ Diese Bestimmung ist für einen Gewinnabführungsvertrag konstitutiv.²² Abzuführen ist –vorbehaltlich der vertraglich geregelten Bildung oder Auflösung von Rücklagen –²³ der gemäß § 301 AktG in der jeweils geltenden Fassung zulässige Höchstbetrag.²⁴ Das ist nach derzeitiger Rechtslage höchstens der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr, den Betrag, der nach § 300 Nr. 1 AktG in die gesetzlichen Rücklagen einzustellen ist, und den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperren Betrag.²⁵ Die Vantage Towers kann mit in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung der Oak Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist.²⁶ Derart gebildete Rücklagen können auf in Textform nach § 126b BGB erfolgtes Verlangen der Oak wieder aufgelöst und zum Verlustausgleich verwendet oder als Gewinn abgeführt werden.²⁷ Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn des Vertrags stammt, dürfen zur Gewinnabführung oder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags nicht verwendet werden.²⁸
26. Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals mit der Eintragung des Vertrags in das Handelsregister der Vantage Towers und erstreckt sich auf den gesamten Gewinn des dann laufenden Geschäftsjahres der Vantage Towers. Sie wird jeweils am Ende eines Geschäftsjahres der Vantage Towers fällig und ist ab diesem Zeitpunkt mit dem gesetzlich vorgesehenen Zinssatz (§§ 352, 353 HGB) zu verzinsen.²⁹
27. Die Regelungen zur Gewinnabführung entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.³⁰ Durch Anknüpfung an die jeweils geltende Fassung des § 301 AktG ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Gewinnabführung jederzeit zulässig sind.

²¹ Vgl. Ziffer 2.1 des Vertrags.

²² § 291 Abs. 1 Satz 1, 2. Alt. AktG.

²³ Vgl. Ziffer 2.2 des Vertrags.

²⁴ Vgl. Ziffer 2.1 des Vertrags.

²⁵ § 301 Satz 1 AktG.

²⁶ Vgl. Ziffer 2.2 des Vertrags.

²⁷ Vgl. Ziffer 2.3 des Vertrags.

²⁸ Vgl. Ziffer 2.3 des Vertrags.

²⁹ Vgl. Ziffer 2.4 i.V.m. § 6.2 des Vertrags.

³⁰ § 300 Nr. 1 i.V.m. § 150 Abs. 2 AktG, § 301 AktG.

4. Verlustübernahme

28. Die Oak ist gemäß den Bestimmungen des § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung gegenüber der Vantage Towers zur Verlustübernahme verpflichtet.³¹
29. Nach derzeitiger Rechtslage hat die Oak somit jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.³²
30. Der Zeitpunkt, ab dem die Oak zur Verlustübernahme verpflichtet ist, entspricht der Regelung, die für die Gewinnabführung getroffen ist. Die Verpflichtung wird jeweils zum Ende des Geschäftsjahrs der Vantage Towers fällig und ist ab diesem Zeitpunkt mit dem gesetzlich vorgesehenen Zinssatz zu verzinsen.³³
31. Durch Verweis auf die gesetzlichen Bestimmungen in ihrer jeweils geltenden Fassung ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Verlustübernahme jederzeit zulässig sind.

5. Ausgleichszahlung

32. Die Oak verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären der Vantage Towers ab dem Geschäftsjahr der Vantage Towers, für das Oak erstmals Anspruch auf Abführung des Gewinns der Vantage Towers hat, einen angemessenen Ausgleich in Form einer jährlich wiederkehrenden Geldleistung zu zahlen.³⁴ Der Ausgleichsbetrag beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der Vantage Towers für jede auf den Namen lautende Stückaktie der Vantage Towers mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,00 € brutto 1,60 € abzüglich eines Betrags für KSt und SolZ nach dem jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Steuersatz, wobei dieser Abzug nur auf den in dem Bruttoausgleichsbetrag enthaltenen Teilbetrag von 0,68 € je Vantage Towers-Aktie vorzunehmen ist, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne der Vantage Towers bezieht.³⁵

³¹ Vgl. Ziffer 3.1 des Vertrags.

³² § 302 Abs. 1 AktG.

³³ Vgl. Ziffer 3.2 i.V.m. Ziffer 6.2 des Vertrags.

³⁴ Vgl. Ziffer 4.1 des Vertrags.

³⁵ Vgl. Ziffer 4.2 des Vertrags.

33. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses beträgt der Abzug für KSt (15,0 %) und SolZ (5,5 % der KSt) 0,11 € je Vantage Towers-Aktie.³⁶ Zusammen mit dem übrigen anteiligen Bruttobetrag von 1,60 € je Vantage Towers-Aktie, der sich auf die nicht mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne bezieht, ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags eine Ausgleichszahlung von 1,49 € je Vantage Towers-Aktie für ein volles Geschäftsjahr.³⁷
34. Soweit gesetzlich vorgeschrieben, werden anfallende Quellensteuern (z.B. Kapitalertragsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag) von den Ausgleichszahlungen nach Ziffern 4.2 des Vertrags einbehalten.³⁸
35. Die Gewährung einer festen Ausgleichszahlung entspricht der gesetzlichen Regelung.³⁹
36. Der Ausgleich ist am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der Vantage Towers für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf dieses Geschäftsjahres fällig.⁴⁰ Diese Regelung ist üblich und sachgerecht, da der Ausgleich als Ersatz für den bisherigen Dividendenanspruch dadurch grundsätzlich zum gleichen Zeitpunkt fällig wird, an dem der entfallende Dividendenanspruch ansonsten regelmäßig auch fällig geworden wäre.
37. Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der Vantage Towers gewährt, in dem der Vertrag in das Handelsregister eingetragen und damit wirksam wird.⁴¹
38. Falls dieser Vertrag während eines Geschäftsjahres der Vantage Towers endet oder Vantage Towers während der Laufzeit dieses Vertrags ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag für das betroffene Geschäftsjahr zeitanteilig.⁴²
39. Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,⁴³ sind durch die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur gedeckt.

³⁶ Vgl. Ziffer 4.2 des Vertrags.

³⁷ Vgl. Ziffer 4.2 des Vertrags.

³⁸ Vgl. Ziffer 4.2 des Vertrags.

³⁹ § 304 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG.

⁴⁰ Vgl. Ziffer 4.2 des Vertrags.

⁴¹ Vgl. Ziffer 4.3 i.V.m. Ziffer 6.2 des Vertrags.

⁴² Vgl. Ziffer 4.3 des Vertrags.

⁴³ Vgl. Ziffer 4.4 des Vertrags.

40. Im Falle einer Erhöhung des Grundkapitals der Vantage Towers aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien vermindern sich die Ausgleichszahlungen je Vantage Towers-Aktie jeweils in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Ausgleichszahlungen unverändert bleibt. Wird das Grundkapital der Vantage Towers durch Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 4 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Vantage Towers-Aktien aus der Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung aus den neuen Aktien gemäß dieser Ziffer 4 ergibt sich aus der von Vantage Towers bei Ausgabe der neuen Aktien festgesetzten Gewinnanteilsberechtigung.⁴⁴
41. Sollte das Gericht in einem Spruchverfahren rechtskräftig einen höheren Ausgleich festsetzen, können auch die bereits nach Ziffer 5 des Vertrags abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung des von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichs verlangen. Das entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Spruchverfahrensgesetz. Ein ebensolcher Ergänzungsanspruch ist vertraglich vorgesehen, wenn sich die Oak durch gerichtlichen Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens zur Zahlung eines höheren Ausgleichs verpflichtet.⁴⁵

6. Abfindung

42. Die Oak verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Vantage Towers dessen Aktien gegen eine Abfindung von 27,85 € je Vantage Towers-Aktie zu erwerben.⁴⁶ Da die Oak keine AG oder KGaA ist, ist die Abfindung als Barabfindung zu gewähren.⁴⁷
43. Die Verpflichtung der Oak zum Erwerb der Aktien ist befristet. Eine Befristung ist in der Praxis auch üblich. Die diesbezüglichen Regelungen⁴⁸ stehen in Einklang mit den gesetzlichen Regelungen.⁴⁹
44. Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,⁵⁰ entspricht der herrschenden Ansicht in der juristischen Literatur.

⁴⁴ Vgl. Ziffer 4.4 des Vertrags.

⁴⁵ Vgl. Ziffer 4.5 des Vertrags.

⁴⁶ Vgl. Ziffer 5.1 des Vertrags.

⁴⁷ § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG.

⁴⁸ Vgl. Ziffer 5.2 des Vertrags.

⁴⁹ § 305 Abs. 4 AktG.

⁵⁰ Vgl. Ziffer 5.3 des Vertrags.

45. Die Übertragung der Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre der Vantage Towers kostenfrei.⁵¹ Gesetzliche Vorgaben bestehen diesbezüglich nicht.
46. Sollte das Gericht in einem Spruchverfahren rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzen, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Abfindung verlangen. Das entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Spruchverfahrensgesetz. Ebenso werden vertraglich alle übrigen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich Oak gegenüber einem außenstehenden Aktionär der Vantage Towers in einem gerichtlichen Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens zu einer höheren Abfindung verpflichtet.⁵²

7. Wirksamwerden, Dauer und Beendigung des Vertrags

47. Entsprechend der gesetzlichen Vorschriften⁵³ bedarf der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung der Vantage Towers sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Oak.⁵⁴
48. Er wird entsprechend der gesetzlichen Vorgabe in schriftlicher Form gefasst.⁵⁵
49. Der Vertrag wird entsprechend der gesetzlichen Regelung⁵⁶ erst wirksam, wenn sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der Vantage Towers eingetragen worden ist. Bezüglich der Verpflichtung zur Gewinnabführung und zur Verlustübernahme gilt der Vertrag rückwirkend ab Beginn des Geschäftsjahres der Vantage Towers, in dem er wirksam geworden ist.⁵⁷
50. Der Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen und kann schriftlich mit einer Frist von sechs Monaten zum Ablauf eines Geschäftsjahres der Vantage Towers gekündigt werden.⁵⁸ Jede Kündigung bedarf der Schriftform.⁵⁹ Aus steuerlichen Gründen ist – auf Basis der aktuellen Rechtslage - eine Mindestlaufzeit von fünf Zeitjahren vereinbart.⁶⁰

⁵¹ Vgl. Ziffer 5.4 des Vertrags.

⁵² Vgl. Ziffer 5.5 des Vertrags.

⁵³ § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG in unmittelbarer Anwendung hinsichtlich der Zustimmung der HV der Vantage Towers AG und § 293 Abs. 2 Satz 2 AktG in entsprechender Anwendung hinsichtlich der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Oak.

⁵⁴ Vgl. Ziffer 6.1 des Vertrags.

⁵⁵ § 293 Abs. 3 AktG.

⁵⁶ § 294 Abs. 2 AktG.

⁵⁷ Vgl. Ziffer 6.2 des Vertrags.

⁵⁸ § 297 AktG; Ziffer 6.3 des Vertrags.

⁵⁹ Vgl. Ziffer 6.5 des Vertrags.

⁶⁰ Vgl. Ziffer 6.3 des Vertrags.

51. Im Fall der Vertragsbeendigung während eines Geschäftsjahrs der Vantage Towers ist diese zur Abführung ihres Gewinns oder Oak Holdings zum Ausgleich der Verluste der Vantage Towers bis zum Zeitpunkt der Vertragsbeendigung verpflichtet.
52. Die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich einer Kündigung aus wichtigem Grund⁶¹ sind beachtet worden.⁶²

8. Schlussbestimmung

53. Die Schlussbestimmungen⁶³ entsprechen üblicher Vertragstechnik und sind nicht zu beanstanden.
54. Als Ergebnis unserer Prüfung des BGAV stellen wir fest, dass der BGAV⁶⁴ die in §§ 291 ff. AktG vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.

⁶¹ § 297 Abs. 1 Satz 1 AktG.
⁶² Vgl. Ziffer 6.4 des Vertrags.
⁶³ Vgl. Ziffer 7 des Vertrags.
⁶⁴ Abgestimmter Entwurf vom 23. März 2023.

D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Grundlagen und Bewertungsmethodik

1. Methoden zur Ermittlung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich

55. Eine explizite gesetzliche Methodenvorgabe zur Ermittlung der Abfindung existiert nicht. Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung⁶⁵ und der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die richtige Basis zur Ermittlung der Abfindung nach § 305 AktG. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes.
56. Die Aktien der Vantage Towers sind börsennotiert. Deshalb darf bei der Bemessung der Abfindung der Börsenkurs als Untergrenze nicht außer Betracht bleiben.⁶⁶ Ob der Börsenkurs jedoch tatsächlich den Verkehrswert widerspiegelt, ist im Einzelfall zu prüfen.
57. Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein BGAV einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Als Ausgleichszahlung ist gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.
58. Bereits der Wortlaut der gesetzlichen Regelung stellt auf den Zukunftserfolgswert bzw. Ertragswert des Unternehmens ab. In der Bewertungspraxis wird der Ausgleich dementsprechend regelmäßig durch Verrentung des Ertragswerts ermittelt.⁶⁷ Dem entspricht die Rechtsprechung des BGH⁶⁸, wonach der Ausgleich durch Verrentung aus dem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet wird.

⁶⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00, ZIP 2001, S. 734-737.

⁶⁶ BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – Az. 1 BvR 1613/94, NJW 1999, S. 3769 ff. (DAT/Altana); BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – Az. II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff. (Stollwerck).

⁶⁷ Vgl. auch Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Tz. 12.201.

⁶⁸ Vgl. BGH Az. II ZB 17/01, ZIP 2003, S. 1.745 ff., „Ytong-Beschluss“.

59. Basis der Ableitung von Abfindung und Ausgleich ist folglich die Ableitung des Unternehmenswerts der beherrschten Gesellschaft.

2. Methoden der Unternehmenswertermittlung

60. Der Wert des Eigenkapitals eines erwerbswirtschaftlichen Unternehmens leitet sich aus den künftigen unsicheren Zahlungsströmen ab, die der Eigenkapitalgeber zu erwarten hat. Ein solcher Unternehmenswert kann daher als Barwert aller künftigen Einnahmen-Ausgaben-Überschüsse des Unternehmens berechnet werden.
61. Die Grundzüge, wie solche zukunftsbezogenen Unternehmensbewertungen durchzuführen sind, sind im Standard IDW S 1 dargestellt. Zur Ermittlung von angemessenem Ausgleich und angemessener Abfindung hat der Bewertungsgutachter zunächst eine Ertragsbewertung nach IDW S 1 durchgeführt. Die in diesem Standard verankerten Grundsätze, insbesondere die Erläuterung der Ertragswertmethode, entsprechen der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Praxis der Unternehmensbewertung. Das Ertragswertverfahren ist auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.⁶⁹ Insoweit beurteilen wir das hier angewandte Ertragswertverfahren als grundsätzlich angemessen. Demnach ergibt sich der Unternehmenswert aus der risikoadäquaten Diskontierung künftiger erwarteter Ausschüttungen des Unternehmens an seine Anteilseigner.
62. Alternativ zu der Anwendung der Ertragswertmethode können im Rahmen des IDW S 1 Bewertungen grundsätzlich auch nach der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode erfolgen. Nach der DCF-Methode in ihrer in der Praxis üblichen Form (sogenannter Brutto-, Entity-, Enterprise- oder WACC-Ansatz) wird zunächst ein Gesamtkapitalwert für das operative Geschäft ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals wird aus dem Gesamtkapitalwert abgeleitet, indem die Nettofinanzschulden in Abzug gebracht werden. Ertragswertmethode und DCF-Methode beruhen beide auf dem Kapitalwertkalkül und damit auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen. Bei gleichen Prämissen führen beide Methoden zu demselben Ergebnis.
63. In dem unter Verwendung der Ertragswertmethode berechneten Barwert der prognostizierten Zahlungsströme sind nur solche wertbildenden Faktoren vollständig erfasst, die durch laufende Zahlungsströme wertmäßig zutreffend abbildbar sind. Wertbildende Faktoren, die auf diese Weise gar nicht oder nur sehr unvollständig

⁶⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 05.09.2019 - 26 W 8/17 (AktE), Tz. 55 (OpenJur).

abgebildet werden können, sind gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwerte hinzuzufügen. Insbesondere kann es sich dabei um nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder auch um steuerliche Sondertatbestände handeln.⁷⁰

3. Liquidationswert und Substanzwert

64. Bei der Ertragswert- wie auch der DCF-Methode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Dieser Wert kommt gemäß IDW S 1 dann als Untergrenze des Unternehmenswerts in Betracht, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation ergeben würden, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.
65. Für die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist der Liquidationswert gleichwohl relevant, denn nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden sind unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung zu bewerten. Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkung einer Veräußerung den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die andernfalls zu unterstellende Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Liquidation die vorteilhaftere Verwertung dar.⁷¹
66. Der Substanzwert umfasst die Summe der Auszahlungen, die nötig wären, um das Unternehmen zu reproduzieren. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sogenannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der regelmäßigen Schwierigkeiten bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger immaterieller Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dem Substanzwert fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.

⁷⁰ Vgl. IDW S 1, Tz. 59 ff.

⁷¹ Vgl. IDW S 1, Tz. 60.

4. Vergleichsorientierte Bewertung

67. Zu Plausibilisierungszwecken ist es üblich, indikative Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten anhand eines mittels Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße zu ermitteln, die als branchenüblich angesehen werden. Geeignete Multiplikatoren werden dabei entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet. Bei sorgfältiger Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Analystenschätzungen sind i.d.R. allerdings nur für einen begrenzten Prognosezeitraum verfügbar. Zum anderen müssen die Ergebnismultiplikatoren aus einer Analyse der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Hierbei können unternehmensspezifische Ertrags- und Kostenstrukturen nicht hinreichend berücksichtigt sein. Ferner können besonders zu berücksichtigende Sachverhalte, wie z.B. Verlustvorträge, bei einer Multiplikatoren-Bewertung oftmals nicht angemessen Berücksichtigung finden. Derartige Multiplikatoren-Bewertungen stellen daher nur vereinfachte, pauschale Wertermittlungen dar. Daher ist ihnen eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen.

5. Vorerwerbe und Börsenkurse

68. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können nach IDW S 1 Tz. 13 grundsätzlich als Anhaltspunkt zur ökonomischen Plausibilisierung von Unternehmens- und Anteilswerten herangezogen werden, ersetzen aber keine Unternehmensbewertung. Sie sind darüber hinaus auch durch die subjektiven Entscheidungswerte des Erwerbers, z.B. durch nur von ihm erzielbare Synergien oder Paketzuschläge bzw. Kontrollprämien, beeinflusst.
69. Aus diesem Grund entspricht es seit der Grundsatzentscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 gesicherter Rechtsprechung, dass Vorerwerbspreise für die Festlegung der Abfindung nach § 305 AktG keine Relevanz haben.⁷²

⁷² So zutreffend Bewertungsgutachten, S. 24 m.w.N.

II. Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts

1. Vorgehensweise

70. Gegenstand der Prüfung war zunächst die Abgrenzung des Bewertungsobjekts und die Vorgehensweise bei der Bewertung. Als Grundlage unserer Analysen haben wir das Geschäftsmodell sowie die wirtschaftlichen Grundlagen der Vantage Towers untersucht. Unter Rückgriff auf die uns vorgelegten Geschäftsberichte, Prüfberichte, internen Dokumente sowie öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten haben wir uns im nächsten Schritt mit der Entwicklung der Vergangenheitsergebnisse befasst.
71. Auf Basis der um Sondereffekte bereinigten Vergangenheitszahlen haben wir die Planungsplausibilisierung durchgeführt. Dabei haben wir uns den Planungsprozess erläutern lassen.
72. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Bewertungsmethode und die im Einzelnen festgelegten bewertungstechnischen Parameter auf ihre Angemessenheit hin untersucht. Die Umsetzung im Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters haben wir nachvollzogen und zwecks Prüfung der richtigen Anwendung der Methoden, Verarbeitung der Prämissen und Parameter sowie Prüfung der Richtigkeit der Berechnungen eigene Bewertungsmodelle aufgebaut.
73. Daneben haben wir eigene Untersuchungen und Berechnungen, insbesondere zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, zum Börsenkurs sowie zu den Multiplikatoren, vorgenommen.
74. Unsere Prüfungsarbeiten umfassten auch die vom Bewertungsgutachter durchgeführten Untersuchungen zur vergleichenden Marktbewertung und zum Börsenkurs.

75. Als Schwerpunkte der Prüfung haben wir festgelegt:

- Plausibilität der Abbildung der zu erwartenden Geschäftsentwicklung der Vantage Towers durch die Planungsrechnung
- Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell und Ableitung der ausschüttbaren Ergebnisse
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Thesaurierung
- Angemessenheit der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- Sachgerechte Berücksichtigung gesondert zu bewertender Sachverhalte, insbesondere hinsichtlich der Beteiligungen an der Infrastrukturre Wireless Italiane S.P.A. („INWIT“) und der Cornerstone Telecommunications Infrastructure Ltd. („Cornerstone“)
- Bewertungsmethodik
- Sachgerechte Ableitung des Verrentungszinssatzes für die Ermittlung des Ausgleichs.

2. Markt- und Wettbewerbsumfeld

76. Das Geschäft von Funkturmunternehmen („TowerCos“) umfasst die Bereitstellung von Infrastruktur für den Telekommunikationssektor. Dabei wird unterschieden zwischen aktiver Infrastruktur (Sendeanlagen bzw. Antennen), die der Übertragung von Mobilfunk- und Rundfunksignalen dient und überwiegend durch den jeweiligen Anbieter, etwa die Netzbetreiber (MNOs) betrieben wird, und passiver Infrastruktur. Gegenstand der TowerCos ist die Bereitstellung der passiven Infrastruktur, auf welcher die aktive Infrastruktur installiert wird. Passive Infrastruktur wird regelmäßig in Form von Funktürmen („Ground-based-towers“) oder Dachkonstruktionen („Roof-top-towers“) auf angemieteten Flächen errichtet.

77. TowerCos erzielen im wesentlichen Umsatzerlöse aus Mieteinnahmen von Netzbetreibern, mit denen langfristige Verträge (Master Service Agreements, „MSA“) über die Bereitstellung der passiven Infrastruktur geschlossen werden. Dem stehen im wesentlichen Kosten für die Anmietung oder den Erwerb der Standorte, auf denen die Funktürme errichtet werden und IT- und Instandhaltungsaufwendungen gegenüber. Aufgrund der Investitionen in die Errichtung der Funktürme sowie regelmäßige Instandhaltungs- und Modernisierungsmaßnahmen ist das Geschäftsmodell der TowerCos sehr anlagenintensiv.

78. Die wesentlichen Wachstumstreiber dieses Geschäftsmodells sind das stetig wachsende Datenvolumen, welches über mobile Netze transportiert wird, der Aktionsplan der EU-Kommission zur Implementierung des 5G-Mobilfunkstandards sowie die durch die Regierungen verschiedener Länder vorangetriebene Verbesserung der Netzabdeckung in ländlichen Gebieten in den sogenannten white spots und grey spots.
79. In den letzten Jahren lässt sich ein zunehmender Trend zur Ausgliederung des Funkturmgeschäfts der Netzbetreiber in TowerCos beobachten. Gemäß einer aktuellen Branchenanalyse der TowerXchange Europe werden derzeit noch rd. 34 % der Funktürme in Europa direkt durch Netzbetreiber gehalten, weitere 37 % mittelbar durch TowerCos oder Gemeinschaftsunternehmen, die von Netzbetreibern kontrolliert werden. Die verbleibenden ca. 29 % der Funktürme werden durch unabhängige TowerCos gehalten.⁷³
80. Auf dem deutschen Markt sind nach dieser Studie im Wesentlichen vier Anbieter aktiv: Vantage Towers, die aus der Ausgliederung des Funkturmgeschäfts von Vodafone entstanden ist, GD Towers, in welche die Deutsche Telekom ihr Funkturmgeschäft ausgegliedert hat, die von MNOs unabhängige American Towers sowie die Telefonica, die ihre Funktürme nicht ausgegliedert hat.⁷⁴

3. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

aa) Gesellschaftsrechtliche Grundlagen und steuerliche Verhältnisse

81. Die Vantage Towers hat ihren Sitz in Düsseldorf und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf unter HRB 92244 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Prinzenallee 11-13, 40549 Düsseldorf. Das Geschäftsjahr endet am 31. März.
82. Die Satzung der Gesellschaft ist gültig in der Fassung vom 18. Februar 2021.
83. Das Grundkapital der Vantage Towers beträgt 505.782.265,00 € und ist eingeteilt in insgesamt 505.782.265 nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,00 € je Aktie.
84. Gemäß Ziffer 5 Abs. 3 der Satzung der Vantage Towers ist der Vorstand der Vantage Towers ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Vantage Towers bis

⁷³ Vgl. TowerXchange's European guide, Dezember 2022, S. 2.

⁷⁴ Vgl. TowerXchange's European guide, Dezember 2022, S. 16.

- zum 15. Februar 2026 um bis zu 252.891.132,00 € durch die einmalige oder mehrmalige Ausgabe von neuen nennwertlosen Namensaktien gegen Bar- oder Sacheinlagen zu erhöhen.
85. Gemäß Ziffer 5 Abs. 4 der Satzung von Vantage Towers kann das Grundkapital der Vantage Towers durch Ausgabe von bis zu 101.156.453 neuen nennwertlosen Namensaktien um bis zu 101.156.453,00 € bedingt erhöht werden. Das bedingte Kapital dient ausschließlich der Gewährung neuer Aktien an die Inhaber bzw. Gläubiger von Wandlungs- bzw. Optionsrechten oder -pflichten aus Options- oder Wandelschuldverschreibungen, Genussrechten oder Gewinnschuldverschreibungen. Entsprechende Finanzinstrumente, die Wandlungs- oder Optionspflichten enthalten, wurden bisher nicht von der Vantage Towers ausgegeben.
86. Die Vantage Towers-Aktien sind zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen und werden auch im Freiverkehr der Börsen Berlin (einschließlich Berlin Second Regulated Market), Hamburg, Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart sowie über Tradegate Exchange gehandelt. Die internationale Wertpapierkennnummer (ISIN) lautet DE000A3H3LL2.
87. Nach ihrer aktuellen Bekanntmachung vom 1. Februar 2023 gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr.3 des WpÜG hält die Oak mit den mit ihr gemeinsam handelnden Personen insgesamt 451.461.906 (413.347.708 zuzüglich der im Rahmen des Übernahmeangebots erworbenen Aktienanzahl von 34.114.198) der Vantage Towers-Aktien. Dies entspricht einem Anteil der Stimmrechte von rd. 89,26 %. Die restlichen Aktien bzw. Stimmrechte befinden sich im Besitz der Elliott Investment Management L.P. (einschließlich von verbundenen Unternehmen und verwaltetem Vermögen) und im Streubesitz.⁷⁵
88. Die Vantage Towers verfügt auskunftsgemäß zum 31. März 2022 über keine nutzbaren steuerlichen Verlustvorträge.
89. Zum 31. März 2023 beträgt das steuerliche Einlagekonto der Gesellschaft auskunftsgemäß gem. § 27 KStG rd. 6.790 Mio. €.

⁷⁵ Vgl. Pflichtmitteilung der Vantage Towers (Stimmrechtsmitteilung) vom 31. Januar 2023 sowie vom 10. März 2023 und vom 23. März 2023 in Bezug auf die Veröffentlichung gemäß §40 Abs. 1 WpHG.

ab) Geschäftstätigkeit

90. Die Vantage Towers wurde 2019 gegründet und nahm ihre Geschäftstätigkeit im Jahr 2020 auf. Vantage Towers ist gemessen an der Größe und geografischen Diversifikation ein führendes Funkturmunternehmen in Europa mit mehr als 80.000 Standorten in zehn europäischen Ländern. Die Geschäfte werden von der Vantage Towers sowie von ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften getätigt. Zum 31. März 2022 beschäftigte die Vantage Towers Gruppe 533 Mitarbeiter.
91. Gegenstand des Unternehmens ist der Erwerb, das Mieten, der Bau, das Halten, die Instandhaltung, die Verwaltung oder Vermarktung, die Vermietung und der Betrieb von passiver Netzinfrastruktur für den Mobilfunk, wie etwa Trägerstrukturen aller Art, die für die Installation aktiver Funk- und Übertragungstechnik genutzt werden können (zum Beispiel Antennen, Dächer, Schornsteine oder andere Standorte oder Flächen) und alle anderen Bestandteile der passiven Netzinfrastruktur sowie die Erbringung von damit verbundenen Dienstleistungen (wie zum Beispiel der Bau von Glasfaserleitungen, Mikrozellen (sog. Small Cells), Zellen für besondere Anlässe (sog. Special Event Cells) und die Glasfaserverstärkung von Backhauls).

ac) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

92. Der Bewertungsgutachter stellt die Ertragslage der Vantage Towers für die Geschäftsjahre 2019/2020, 2020/21, 2021/22 und 2022/23 (30.09.2022 und 31.03.2023 (Plan) auf Basis der pro forma-Zahlen 2019/2020 und 2020/21, des IFRS-Konzernabschlusses 2021/22, der ungeprüften Ist-Zahlen zum 30.09.2022 sowie der internen Planzahlen zum 31.03.2023 dar. Die Vermögenslage stellt der Bewertungsgutachter zum 31.03.2021, zum 31.03.2022 sowie zum 30.09.2022 dar.
93. Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für Plausibilitätsüberlegungen. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit den Geschäftsjahren der betrachteten Vergangenheit herzustellen, 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. Ferner dienen diese Analysen der Erklärung von Planüber- oder -unterschreitungen durch nicht planbare Sondersachverhalte.

94. Zum 25. Mai 2020 wurde das Funkturmgeschäft aus der Vodafone Gruppe aus- und nachfolgend in die Vantage Towers AG eingegliedert. Die im Geschäftsbericht des Jahres 2020/21 dargestellte Gewinn- und Verlustrechnung bildet folglich kein ganzes Geschäftsjahr ab. Um die Vergleichbarkeit der Ergebnisse des Geschäftsjahres 2020/21 mit denen aus 2021/22 sowie der Planung zu ermöglichen, war zusätzlich zu dem Geschäftsjahr 2019/20 auch für das Geschäftsjahr 2020/21 ein Rückgriff auf die von der Vantage-Gruppe veröffentlichten pro forma-Zahlen erforderlich.⁷⁶
95. Wir haben die Darstellung der Vergangenheitsergebnisse des Bewertungsgutachters verifiziert und anhand der vorgelegten Geschäftsberichte, Prüfungsberichte sowie ergänzender Aufstellungen nachvollzogen.
96. Die im Zusammenhang mit Leasing stehenden Aufwendungen sind für das operative Geschäft der Vantage Towers von zentraler Bedeutung, werden seit der Anwendung von IFRS 16 jedoch unterhalb des EBITDA ausgewiesen. Aus diesem Grund weist die Gesellschaft regelmäßig auch das operative Ergebnis vor Abschreibungen, jedoch nach Leasingkosten aus („EBITDAaL“) und zeigt damit eine Sicht ohne Berücksichtigung der Regelungen des IFRS 16. Leasingkosten werden dabei als Summe aus Abschreibungen des Nutzungsrechts sowie Zinsaufwendungen für Leasingverbindlichkeiten definiert. Neben den Leasingkosten werden für die Ermittlung des EBITDAaL auch weiterbelastete Investitionsausgaben vom EBITDA in Abzug gebracht. Hintergrund dieser Position sind durch Vantage Towers getätigte Investitionen, für die die Gesellschaft eine in den Umsatzerlösen gebuchte Erstattung ihrer Kunden erhält.

⁷⁶ Vgl. Geschäftsbericht Vantage Towers 2022, S. 32.

97. Ergänzend zu den Darstellungen im Bewertungsgutachten bilden wir die Ertragslage, wie sie sich für die Geschäftsjahre 2020/21 bis 2022/23 ergibt, in der nachfolgenden Tabelle ab.⁷⁷

| HISTORISCHE GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN | | | |
|---|------------|--------------|--------------|
| Mio. € | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 (FC) |
| Umsatzerlöse | 970 | 1.023 | 1.081 |
| Instandhaltungskosten | -37 | -46 | -42 |
| Personalaufwand | -40 | -45 | -60 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -63 | -66 | -75 |
| EBITDA | 830 | 865 | 904 |
| Leasingkosten | -302 | -310 | -322 |
| Weiterbelastete Investitionsausgaben | -4 | -12 | -21 |
| EBITDAaL | 524 | 543 | 561 |
| Umkehr Managementanpassung VT | | -2 | |
| Abschreibungen | -109 | -98 | -138 |
| Sonstige einmalige Kosten | -43 | -5 | -7 |
| Weiterbelastete Investitionsausgaben | 4 | 12 | 21 |
| EBIT | 376 | 449 | 437 |
| Finanzergebnis | -6 | 17 | 61 |
| EBT | 371 | 466 | 498 |
| Ertragsteuern | -98 | -109 | -112 |
| Jahresüberschuss | 273 | 357 | 386 |

Quelle: Geschäftsberichte 2021 (pro forma) und 2022, Forecast 2023

⁷⁷ Die Gewinn- und Verlustrechnung ist ohne IFRS 16-Effekte dargestellt, d.h. mit IFRS 16 in Zusammenhang stehende Zinsen und Abschreibungen sind als Leasingkosten ausgewiesen.

98. Die wesentlichen Entwicklungen der Ertragslage der Vantage Towers lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Umsatzerlöse sind größtenteils auf Mieteinnahmen sowie damit in Zusammenhang stehende Erträge zurückzuführen. Die verbleibenden Umsatzerlöse entfallen auf das Servicegeschäft. 49,2 % der im Jahr 2021/22 generierten Umsatzerlöse wurden in Deutschland erzielt, gefolgt von Spanien und Griechenland mit Umsatzanteilen von 16,9 % bzw. 13,2 %. Der Anstieg der Umsatzerlöse zwischen 2020/21 und 2022/23 (Forecast) ist auf neue Mietverträge, inflationsbedingte Preisanpassungen sowie sonstige Dienstleistungen zurückzuführen.
- Die Instandhaltungsaufwendungen sind im Jahr 2021/22 deutlich im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Der Anstieg war im Wesentlichen auf gestiegene Kosten für sonstige kostenpflichtige Dienstleistungen für Mobile Network Operator („MNOs“) sowie Einmalkosten im Zusammenhang mit Neutral-Hosting-Projekten zurückzuführen. Für das Jahr 2022/23 werden als Folge des Wegfalls verschiedener Einmalpositionen wieder rückläufige Instandhaltungskosten erwartet.
- Der Anstieg der Personalaufwendungen ist auf die Einstellung neuer Mitarbeiter zurückzuführen.

99. Die Vermögenslage der Vantage Towers AG gemäß Konzernabschluss zum 31. März 2021 sowie zum 31. März 2022 ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

| KONZERNBILANZEN | | |
|--|---------------|---------------|
| Mio. EUR | 2020/21 | 2021/22 |
| Geschäfts- oder Firmenwert | 3.316 | 3.320 |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 235 | 269 |
| Sachanlagevermögen | 825 | 1.143 |
| Nutzungsrechte | 2.055 | 2.059 |
| Finanzanlagen | 3.316 | 3.218 |
| Aktive latente Steuern | 24 | 30 |
| FoLL und sonstige Forderungen | 15 | 24 |
| Anlagevermögen | 9.786 | 10.061 |
| Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen | 436 | 512 |
| FoLL und sonstige Forderungen | 41 | 126 |
| Kassenbestand | 22 | 22 |
| Umlaufvermögen | 499 | 660 |
| Aktiva | 10.286 | 10.722 |
| Eigenkapital | 5.294 | 5.364 |
| Langfristige Finanzverbindlichkeiten | 2.187 | 2.190 |
| Leasingverbindlichkeiten | 1.774 | 1.759 |
| Rückstellungen | 319 | 457 |
| Vorsorgeleistungen | 1 | 0 |
| Passive latente Steuern | 71 | 129 |
| VerbLL und sonstige Verbindlichkeiten | 34 | 89 |
| Langfristige Rückstellungen und Verbindlichkeit | 4.386 | 4.624 |
| Leasingverbindlichkeiten | 242 | 248 |
| Steuerverbindlichkeiten | 9 | 12 |
| Rückstellungen | 16 | 9 |
| Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen | 119 | 118 |
| VerbLL und sonstige Verbindlichkeiten | 219 | 348 |
| Kurzfristige Rückstellungen und Verbindlichkeit | 605 | 734 |
| Passiva | 10.286 | 10.722 |

Quelle: Geschäftsberichte 2021 und 2022, Forecast 2023

100. Für Erläuterungen zur Vermögenslage verweisen wir auf die Ausführungen des Bewertungsgutachters. Wir erachten die Darstellung des Bewertungsgutachters zur historischen Vermögenslage als sachgerecht.

b) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

101. Als Bewertungsobjekt wird durch den Bewertungsgutachter zutreffend die Vantage Towers einschließlich der von ihr gehaltenen Beteiligungen betrachtet.
102. Vantage Towers hält wesentliche, nicht voll konsolidierte Beteiligungen an der INWIT in Höhe von 33,2 % am Kapital und an der Cornerstone in Höhe von 50,0 % am Kapital.
103. Die im Konzernabschluss der Vantage Towers at equity konsolidierten Beteiligungen an der INWIT und an der Cornerstone sowie die beiden Verwaltungsgesellschaften wurden gesondert bewertet und entsprechend dem von Vantage Towers gehaltenen Anteil in der Wertableitung berücksichtigt.

4. Bewertungsstichtag

104. Der für die Ermittlung der angemessenen Abfindung maßgebliche rechtliche Bewertungsstichtag ergibt sich unmittelbar aus dem Gesetz. Nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG sind die Verhältnisse der abhängigen bzw. beherrschten Gesellschaft⁷⁸ im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen.
105. Für die Ermittlung der angemessenen Ausgleichszahlung findet sich im Gesetz keine entsprechende Regelung. In der Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis findet sich zum einen die Auffassung, der Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses der abhängigen Gesellschaft bestimme auch den rechtlichen Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Ausgleichs.⁷⁹ Zum anderen findet sich die Auffassung, dass – vor dem Hintergrund der Tatsache, dass die Garantiedividende Substitut der Dividende ist - der Ausgleich aus dem Ertragswert des Unternehmenswerts zu Beginn des Jahres, in dem der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wirksam werden soll, zu ermitteln sei.⁸⁰ Im vorliegenden Fall wurde auf den Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses abgestellt. Dies führt zu einer höheren Ausgleichszahlung und somit zu keinem Nachteil für die Minderheitsaktionäre.

⁷⁸ Vantage Towers AG.

⁷⁹ Vgl. Hüttemann/Meyer in Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 14.33.

⁸⁰ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung 2018, Kap. C Tz. 82.

106. Die Beschlussfassung über den BGAV ist für die auf den 5. Mai 2023 einzuberufende außerordentliche Hauptversammlung der Vantage Towers vorgesehen. Maßgeblicher rechtlicher Bewertungsstichtag ist damit der 5. Mai 2023. Der Bewertungsgutachter hat zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Vantage Towers die für die ewige Rente prognostizierten Ausschüttungen mit dem Diskontierungszinssatz auf den technischen Bewertungsstichtag 31. März 2023 diskontiert und dann auf den 5. Mai 2023 sachgerecht aufgezinnt.

5. Bewertungsmethode

107. Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der Vantage Towers 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 in Deutschland 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. Eine alternative Bewertung nach der DCF-Methode konnte daher entfallen. Gleichwohl haben wir den Unternehmenswert parallel auch nach der DCF-Methode ermittelt und kommen zu demselben Ergebnis.

108. Der Bewertungsgutachter hat den Ertragswert der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierte Unternehmenswert, also unter Gesichtspunkten eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Hierbei wird von einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische Einflüsse ausüben kann.

109. Die Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts ist gemäß Vorgaben des IDW S 1 so vorzunehmen, dass Verbundeffekte, die sich erst in Folge des Abschlusses des BGAV ergeben könnten („echte Synergieeffekte“), außer Betracht gelassen werden, während Verbundeffekte, die sich auch ohne diese Maßnahme realisieren lassen und die Bestandteil des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sind („unechte Synergieeffekte“), zu berücksichtigen sind. Auch ohne BGAV erzielbare positive Synergiepotentiale aus der Verbindung mit der Oak als Mehrheitsaktionär bzw. deren unmittelbaren und mittelbaren Gesellschaftern sind derzeit nicht erkennbar.

110. Da die Aktien der Vantage Towers börsennotiert sind, darf der Börsenkurs als mögliche Untergrenze der Abfindung nach der Rechtsprechung des BVerfG nicht unberücksichtigt bleiben.⁸¹ Verfassungsrechtlich ist im Einzelfall eine Abfindung unterhalb des Börsenkurses jedoch dann ausreichend, wenn der Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.⁸² Dies kann nach der Rechtsprechung des BGH⁸³ dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat und daher von einer Illiquidität der Aktie oder einer Marktengpass gesprochen werden kann oder Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen.
111. Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der fundamentalanalytischen Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode hat der Bewertungsgutachter eine vergleichende Marktbewertung mit Transaktions-/ Börsen-Multiplikatoren⁸⁴ vorgenommen. Wir haben seine dazu vorgenommenen Erhebungen und Berechnungen nachvollzogen und eigene Plausibilisierungsanalysen vorgenommen.
112. Der Gesetzgeber fordert keine explizite Bewertungsmethode, so dass grundsätzlich Methodenfreiheit besteht. Im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird regelmäßig – wie im vorliegenden Fall – auf das Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1 abgestellt. Andere Bewertungsverfahren, wie die Multiplikatormethoden, erfassen nicht sämtliche zu erwartende Zahlungsströme oder sind entsprechend anzupassen. Wir erachten vor diesem Hintergrund den vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Rückgriff auf das allgemein anerkannte Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung der vorgenommenen Plausibilisierungsanalysen als sachgerecht.
113. Im Ergebnis erachten wir die Anwendung der Ertragswertmethode zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Vantage Towers als Basis der Ableitung von Ausgleich und Abfindung als angemessen.

⁸¹ Vgl. BVerfG vom 27. April 1999, Az. 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.

⁸² Vgl. BVerfG, NJW 1991, 3769.

⁸³ Vgl. BGH vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00, a.a.O.

⁸⁴ Sog. Trading Multiples.

6. Vergangenheitsanalyse

114. Anhand der vorgelegten Geschäftsberichte sowie ergänzender Aufstellungen und Gespräche mit dem Management von Vantage Towers hat der Bewertungsgutachter folgende Sachverhalte identifiziert, die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse aus Gründen der Vergleichbarkeit zur Planung bereinigt werden sollten:

- Als Folge einer ab dem Jahr 2021/22 erfolgten Änderung der Rechnungslegungsmethodik wurden sowohl die Umsatzerlöse als auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Geschäftsjahr 2020/21 um 6 Mio. € erhöht.
- Im Jahr 2021/22 wurde ein nicht nachhaltiger Umsatz in Höhe von 2 Mio. € bereinigt.
- Die Instandhaltungskosten wurden um eine Periodenverschiebung korrigiert.
- In den Jahren 2020/21 und 2021/22 erfolgte eine Anpassung der Personalaufwendungen, um sowohl Periodenverschiebungen als auch eine methodische Anpassung zu bereinigen.
- Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Jahres 2021/22 wurden um Einmalkosten in Höhe von 2 Mio. € korrigiert.
- Weiterhin wurden nicht wiederkehrende Aufwendungen (Restrukturierungs- und Anlaufkosten sowie Verluste aus der Veräußerung von Sachanlagen) bereinigt.

115. Zusammenfassend lassen sich damit die folgenden Bereinigungen ableiten:

| BEREINIGUNGEN DER HISTORISCHEN GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN | | | |
|--|-----------|-----------|--------------|
| Mio. € | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 (FC) |
| Umsatzerlöse | 6 | -2 | |
| Instandhaltungskosten | -2 | 2 | |
| Personalaufwand | -1 | 1 | |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -6 | 2 | 0 |
| EBITDA | -3 | 3 | 0 |
| Leasingkosten | | | |
| Weiterbelastete Investitionsausgaben | | | |
| EBITDAaL | -3 | 3 | 0 |
| Managementanpassung VT | | 2 | |
| Abschreibungen | | | |
| Sonstige einmalige Kosten | 43 | 5 | 7 |
| Weiterbelastete Investitionsausgaben | | | |
| EBIT | 40 | 10 | 7 |

Quelle: Managementinformationen, Bewertungsgutachten, eigene Analysen

116. Daraus lässt sich für die Jahre 2020/21 bis 2022/23 folgende bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung ableiten:

| BEREINIGTE HISTORISCHE GEWINN-UND VERLUSTRECHNUNGEN | | | |
|---|------------|--------------|--------------|
| Mio. € | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 (FC) |
| Umsatzerlöse | 976 | 1.021 | 1.081 |
| Instandhaltungskosten | -39 | -44 | -42 |
| Personalaufwand | -41 | -45 | -60 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -69 | -64 | -75 |
| EBITDA | 827 | 868 | 904 |
| Leasingkosten | -302 | -310 | -322 |
| Weiterbelastete Investitionsausgaben | -4 | -12 | -21 |
| EBITDAaL | 521 | 545 | 561 |
| Managementanpassung VT | | | |
| Abschreibungen | -109 | -98 | -138 |
| Sonstige einmalige Kosten | 0 | 0 | 0 |
| Weiterbelastete Investitionsausgaben | 4 | 12 | 21 |
| EBIT | 416 | 459 | 444 |

Quelle: Managementinformationen, Bewertungsgutachten, eigene Analysen

117. Anhand von uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie Gesprächen mit dem Bewertungsgutachter konnten wir die einzelnen Bereinigungen nachvollziehen und erachten diese als sachgerecht.

7. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen

a) Planungsprozess

118. Der Planungsprozess der Vantage Towers startet üblicherweise im Dezember und umfasst grundsätzlich eine Budgetplanung für das erste Planjahr sowie eine fünfjährige Langfristplanung. Diese wurde vor dem Hintergrund der möglichen Transaktion bis in das Jahr 2031/32 verlängert.
119. Grundlage der Planung ist daher die durch Vantage Towers Ende 2022 erstellte Planung für die Geschäftsjahre 2023/24 bis 2031/32. Diese beinhaltet eine Planung der Ertragslage sowie eine operative Kapitalflussrechnung. Eine separate Planung der Bilanzentwicklung wird nicht durchgeführt. Die Planung basiert auf den Einzelplanungen der Landesgesellschaften sowie der Holdinggesellschaft, welche anschließend von der Gesellschaft in eine konsolidierte Planung überführt wird. Darüber hinaus wurden auf Basis dieser Planung ergänzende Sensitivitätsberechnungen durch Vantage durchgeführt, welche die aktualisierten Erwartungen in Bezug auf die Inflation reflektieren.
120. Im Frühjahr 2023 wurde die Planung aktualisiert und am 17. März 2023 durch den Vorstand der Vantage Towers verabschiedet. Am 18. März 2023 hat der Aufsichtsrat die Budgetplanung für das Geschäftsjahr 2023/24 verabschiedet und die langfristige Unternehmensplanung bis zum Jahr 2031/32 zustimmend zur Kenntnis genommen. Die aktualisierte Planung berücksichtigt den aktuellen Kenntnisstand und die Erwartungen der Vantage Towers einschließlich der Aktualisierung der Inflationserwartungen.
121. Der Bewertungsgutachter hat nach Analyse der Einzelplanungen festgestellt, dass die Umrechnung der nicht in der Währung Euro geplanten Einzelplanungen mit einem Stichtagskurs umgerechnet wurden und somit grundsätzlich nicht den Markterwartungen in Bezug auf die künftigen in Euro erwarteten Wertbeiträge entsprechen. Vor diesem Hintergrund wurden für die Nicht-Euroländer mit Ausnahme von Rumänien Forward Wechselkurse zur Umrechnung der Einzelplanungen herangezogen. In Rumänien ist die funktionale Währung der Euro und die Verträge werden in Euro geschlossen, so dass sich kein wesentliches Wechselkursrisiko ergibt und von einer Umrechnung abgesehen werden konnte.
122. Wir haben die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters nachvollzogen und erachten es als sachgerecht, anstelle der Stichtagskurse auf die Markterwartungen in Form der Berücksichtigung von Forward-Kursen abzustellen. Die Berücksichtigung der

Stichtagskurse würde zu einer systematisch unzutreffenden Darstellung der Ertragslage der Einzelgesellschaften in Ungarn und Tschechien führen.

123. Die unter Berücksichtigung der Wechselkurse angepasste Planung haben wir auf Basis der Analyse der Markt- und Wettbewerbssituation der Vantage Towers sowie der eingeleiteten und geplanten Maßnahmen auf Plausibilität, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit beurteilt.

b) EBIT-Planung

124. Im Vergleich zu den bereinigten Vergangenheitsergebnissen des Geschäftsjahres 2022/23 stellt sich die der Bewertung zugrunde gelegte Planung der Vantage Towers in den Jahren 2022/2023 bis 2031/32 wie folgt dar:

| ANGEPASSTE HISTORISCHE GUV UND PLANUNG VON VANTAGE TOWERS | | | | | | | | | | |
|---|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mio. € | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 | 2026/27 | 2027/28 | 2028/29 | 2029/30 | 2030/31 | 2031/32 |
| Umsatzerlöse | 1.081 | 1.148 | 1.262 | 1.385 | 1.477 | 1.550 | 1.607 | 1.636 | 1.691 | 1.746 |
| Instandhaltungskosten | -42 | -48 | -53 | -56 | -59 | -62 | -64 | -66 | -69 | -71 |
| Personalaufwand | -60 | -63 | -64 | -66 | -67 | -69 | -70 | -71 | -73 | -74 |
| Energiekosten | -26 | -27 | -27 | -26 | -27 | -28 | -29 | -30 | -31 | -32 |
| TSA/ LTA / INCA | -11 | -13 | -13 | -13 | -14 | -14 | -15 | -15 | -16 | -16 |
| Sonst. betriebl. Aufwendungen | -38 | -44 | -40 | -33 | -33 | -33 | -33 | -33 | -33 | -33 |
| EBITDA | 904 | 954 | 1.066 | 1.190 | 1.277 | 1.344 | 1.396 | 1.420 | 1.470 | 1.520 |
| Leasingkosten | -322 | -342 | -372 | -392 | -408 | -422 | -434 | -446 | -458 | -471 |
| Weiterbel. Investitionsausgaben | -21 | -20 | -23 | -27 | -28 | -30 | -30 | -4 | -4 | -4 |
| EBITDAaL | 561 | 592 | 670 | 771 | 841 | 893 | 932 | 971 | 1.008 | 1.045 |
| Abschreibungen | -138 | -138 | -177 | -210 | -244 | -242 | -236 | -211 | -213 | -215 |
| Weiterbel. Investitionsausgaben | 21 | 20 | 23 | 27 | 28 | 30 | 30 | 4 | 4 | 4 |
| EBIT | 444 | 473 | 517 | 588 | 625 | 681 | 726 | 764 | 799 | 834 |

Quelle: Geschäftsberichte, Planung der Gesellschaft, eigene Analysen

Die Planung ist ausführlich im Bewertungsgutachten dargestellt und wird im Folgenden lediglich im Hinblick auf ausgewählte Aspekte und unserer Würdigung erläutert.

ba) Umsatzerlöse

125. Die Umsatzerlöse betreffen Einkünfte aus der Bereitstellung von passiver Telekommunikationsinfrastruktur sowie damit in Zusammenhang stehende Erlöse aus der Energiebereitstellung, weiterbelasteten Investitionsausgaben sowie anderen Umsatzerlöse. Für die Unternehmensplanung geht die Gesellschaft davon aus, dass zunächst ungefähr 50 % der Umsatzerlöse in Deutschland erzielt und die übrigen Umsatzerlöse in den weiteren europäischen Ländern generiert werden. Mittelfristig rechnet Vantage Towers mit einer Erhöhung des deutschen Umsatzanteils auf ca. 57 %.

126. Ein Großteil der Umsatzerlöse wird mit sogenannten Makrostandorten generiert, d.h. Funktürmen, Dachstandorten und von anderen Funkturmunternehmen errichteten Standorten („Resell sites“). Die Umsätze mit sogenannten Mikrostandorten, d.h. kleineren Zellen und Antennensystemen, die primär als Ergänzung zu Makrostandorten genutzt werden, fallen deutlich geringer aus.
127. Für die Umsatzerlöse plant das Unternehmen im Zeitraum von 2022/23 bis 2031/32 mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 5,5 %.
128. Die Planung der Umsatzerlöse wurde anhand der prognostizierten Gesamtanzahl der Standorte, der geplanten durchschnittlichen Anzahl der Mieter je Standort sowie der erwarteten Preisentwicklung aufgestellt.
129. Für den Planungszeitraum erwartet Vantage Towers einen deutlichen Anstieg der Makrostandorte von 46.327 im Jahr 2022/23 auf 56.896 im Jahr 2031/32. Weiterhin wird eine deutliche Ausweitung der Small Cells erwartet, die plangemäß deutlich überproportional steigen, jedoch auch im letzten Planjahr weiterhin lediglich einen untergeordneten Anteil der geplanten Umsatzerlösen ausmachen. Der geplante Umsatzanstieg ist daher im Wesentlichen auf den geplanten Ausbau der Makrostandorte zurückzuführen. Dieser wiederum ist vor allem auf das BTS-Programm, in dem für Vodafone bis 2027 6.850 neue Makrostandorte errichtet werden sollen, zurückzuführen. Ein Großteil der bis 2027 geplanten Umsatzerlöse ist auskunftsgemäß vertraglich fixiert.
130. Für die Makrostandorte wird ein Anstieg der Vermietungsquote (durchschnittliche Anzahl der Mieter pro Standort) von 1,55x in 2023/24 auf 1,72x in 2031/32 erwartet, der auch auf eine Vereinbarung mit 1&1 zurückzuführen ist, diese als Mieter auf weitgehend schon bestehenden Standorten hinzuzunehmen („Co-Location“). Die Vermietungsquote der Mikrostandorte ist im Planungszeitraum unverändert, da diese nur Platz für einen Mieter bieten.
131. Mit Vodafone als Ankermieter wurden für alle Länder vertraglich (sogenannte „Master Service Agreements“; MSA) Korridore für Preisanpassungen in Abhängigkeit von der Inflation vereinbart. In Abhängigkeit von der erwarteten allgemeinen Inflation für die einzelnen Länder ist es daher möglich, die Umsatzentwicklung je Standort mit einem hohen Maß an Verlässlichkeit zu prognostizieren. Allerdings bestehen vertragliche Obergrenzen für jährliche Preisanpassungen, sodass es in Zeiten erhöhter Inflation vertraglich nicht vorgesehen ist, diese vollständig an den Ankermieter weiterzugeben. Die Mieten mit Drittparteien wurden individuell verhandelt und berücksichtigten sowohl inflationsgebundene als auch fixe Preisanpassungen.

132. Zusammenfassend basieren die Prognosen der Umsatzerlöse und das erwartete Wachstum zu einem wesentlichen Anteil auf bereits geschlossenen Verträgen und die erwartete Entwicklung steht im Zusammenhang mit den erwarteten allgemeinen Inflationsraten.

bb) Aufwendungen und EBITDA

133. Die Instandhaltungskosten umfassen insbesondere die Aufwendungen zur technischen Instandhaltung bestehender Infrastruktur und wurden unter Berücksichtigung der Gesamtzahl der in einem Jahr plangemäß bestehenden Standorte unter Berücksichtigung der erwarteten Inflation je Standortland fortgeschrieben. Insgesamt wird eine leichte Verbesserung der Instandhaltungskostenquote erwartet.
134. Personalaufwendungen wurden anhand der durchschnittlichen Mitarbeiteranzahl und der Kosten pro Mitarbeiter je Land geplant und für die Planung der Vantage Towers anschließend aggregiert. Nach einem geringfügigen Anstieg der Mitarbeiteranzahl in 2021/22 und 2022/23 wird ab 2023/24 mit einer konstanten Mitarbeiteranzahl gerechnet.
135. Die Kostenposition TSA/LTA/INCA („Transitional service agreement / Long Term Service Agreement / Inter-Company Agreement“) betreffen Unterstützungsfunktionen, die Vodafone für Vantage Towers erbringt. Der erwartete leichte Anstieg im Planungszeitraum ist auf mengen- und preisinduzierte Steigerungen zurückzuführen.
136. Die Energiekosten der passiven Infrastruktur werden mit einer Marge an den Kunden weitergeleitet und sind damit auch Bestandteil der Umsatzerlöse. Der Anstieg der Energiekosten im Planungszeitraum ist auf den Anstieg der Standortanzahl sowie der erwarteten allgemeinen Preisentwicklungen zurückzuführen. Gegenläufig wurde im Rahmen der geplanten Gewinn- und Verlustrechnung eine erwartete Reduktion der Energiekosten durch Energiesparmaßnahmen berücksichtigt.
137. Unter den sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden allgemeine Verwaltungs- und Gemeinkosten sowie projektspezifische Kosten zusammengefasst. Die im Vergleich zu 2022/23 und den Folgejahren erhöhten geplanten sonstigen betrieblichen Aufwendungen in den Jahren 2023/24 und 2024/25 sind auskunftsgemäß auf den verstärkten Einsatz externer Mitarbeiter im Rahmen des Standortausbaus sowie der Vereinbarungen mit 1&1 zurückzuführen. Davon abgesehen ist die Entwicklung der Kostenposition auskunftsgemäß primär durch Inflationsentwicklungen getrieben.

bc) EBITDAaL

138. Das EBITDAaL stellt das EBITDA nach Abzug von Leasingkosten und weiterbelasteten Investitionsausgaben dar.
139. Die Leasingkosten setzen sich aus der Anzahl der Standorte sowie den Leasingkosten je Standort zusammen, die auf Ebene der einzelnen Länder bestimmt und mit einer spezifischen Wachstumsrate fortgeschrieben wurden.
140. Insgesamt resultiert aus der Fortschreibung der Positionen eine Erhöhung des EBITDAaL von 592 Mio. € in 2023/24 auf 1.045 Mio. € in 2031/32 (CAGR: 7,4 %). Die EBITDAaL-Marge steigt im Planungszeitraum von 51,6 % auf 59,9 %.
141. Auf Basis der Erläuterungen des Bewertungsgutachters, der uns erteilten Auskünfte sowie eigener Analysen erachten wir die Planungsrechnung als plausibel.
142. Unter Würdigung der wesentlichen Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken der Vantage Towers halten wir die Planung für nachvollziehbar und plausibel. Die erwarteten Ergebnissteigerungen sind neben der Inflationsentwicklung abhängig vom tatsächlichen Ausbau der Standorte (insbesondere im Rahmen des BTS-Programms) sowie der Erhöhung der Vermietungsquote.

bd) Modifikationen der Planung durch den Bewertungsgutachter

143. Die von Vantage Towers erstellte Planung berücksichtigt grundsätzlich konstante Wechselkurse, mit denen die Ergebniserwartungen aus Tschechien und Ungarn in Euro umgerechnet werden. Vor diesem Hintergrund bestehen für die Ergebniserwartungen dieser Länder grundsätzlich ein Wechselkursrisiko sowie am Markt beobachtbare Wechselkurserwartungen. Da für Rumänien die Währung Euro die funktionale Währung ist, werden die zugrundeliegenden Verträge in Euro abgeschlossen und es besteht kein entsprechendes Wechselkursrisiko.

144. Daher hat der Bewertungsgutachter das Wechselkursrisiko für die geplanten Ergebnisse aus Tschechien und Ungarn im Rahmen einer Modifikation wie folgt berücksichtigt:

| WECHSELKURSANPASSUNGEN DES BEWERTUNGSGUTACHTERS | | | | | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| EUR Mio. | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 | 2026/27 | 2027/28 | 2028/29 | 2029/30 | 2030/31 | 2031/32 |
| EBITDAaL vor Modifikation | 592 | 670 | 771 | 841 | 893 | 932 | 971 | 1.008 | 1.045 |
| EBITDAaL Tschechien in EUR | 25 | 27 | 28 | 29 | 30 | 31 | 32 | 34 | 35 |
| Stichtagskurs Planung EUR/CZK | 26,04 | 26,04 | 26,04 | 26,04 | 26,04 | 26,04 | 26,04 | 26,04 | 26,04 |
| Forwardkurs EUR/CZK | 24,66 | 24,94 | 25,10 | 25,30 | 25,54 | 25,79 | 25,94 | 26,09 | 26,24 |
| Impliziter Anpassungsfaktor | 1,06 | 1,04 | 1,04 | 1,03 | 1,02 | 1,01 | 1,00 | 1,00 | 0,99 |
| EBITDAaL Tschechien in € - modifiziert | 27 | 28 | 29 | 30 | 30 | 31 | 33 | 34 | 35 |
| Modifikation Wechselkurs Tschechien | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDAaL Ungarn in € | 19 | 21 | 22 | 24 | 25 | 27 | 28 | 29 | 31 |
| Stichtagskurs Planung EUR/HUF | 410,00 | 410,00 | 410,00 | 410,00 | 410,00 | 410,00 | 410,00 | 410,00 | 410,00 |
| Forwardkurs EUR/HUF | 436,71 | 460,29 | 479,98 | 497,44 | 515,15 | 515,15 | 515,15 | 515,15 | 515,15 |
| Impliziter Anpassungsfaktor | 0,94 | 0,89 | 0,85 | 0,82 | 0,80 | 0,80 | 0,80 | 0,80 | 0,80 |
| EBITDAaL Ungarn in € - modifiziert | 18 | 19 | 19 | 20 | 20 | 21 | 22 | 23 | 25 |
| Modifikation Wechselkurs Ungarn | -1 | -2 | -3 | -4 | -5 | -5 | -6 | -6 | -6 |
| Summe Modifikationen EBITDAaL | 0 | -1 | -2 | -3 | -5 | -5 | -6 | -6 | -7 |
| EBITDAaL nach Modifikationen | 592 | 669 | 769 | 838 | 888 | 927 | 965 | 1.002 | 1.039 |

Quelle: Analyse des Bewertungsgutachters

145. Wir haben die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Modifikation nachvollzogen und erachten diese als sachgerecht.

146. Auf dieser Basis ergibt sich folgende bewertungsrelevante Planung:

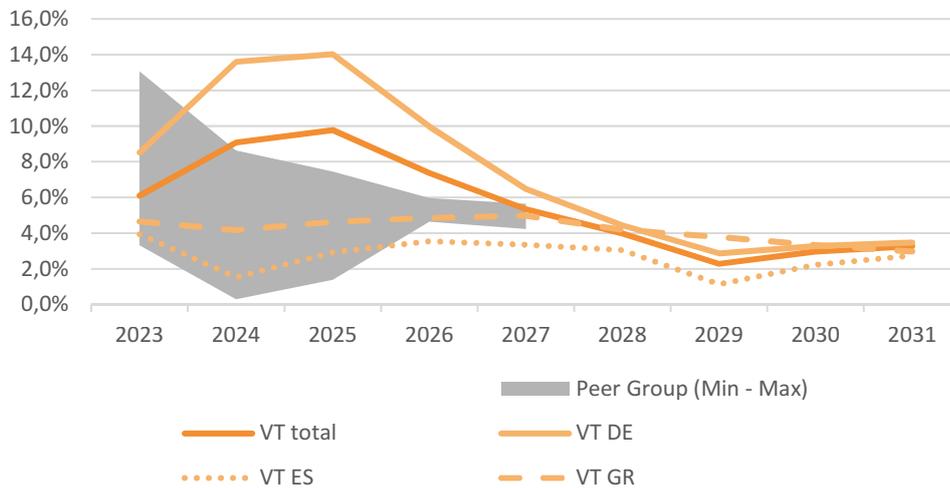
| ANGEPASSTE GUV FÜR BEWERTUNGSZWECKE | | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mio. € | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 | 2026/27 | 2027/28 | 2028/29 | 2029/30 | 2030/31 | 2031/32 |
| Umsatzerlöse | 1.081 | 1.148 | 1.262 | 1.385 | 1.477 | 1.550 | 1.607 | 1.636 | 1.691 | 1.746 |
| Instandhaltungskosten | -42 | -48 | -53 | -56 | -59 | -62 | -64 | -66 | -69 | -71 |
| Personalaufwand | -60 | -63 | -64 | -66 | -67 | -69 | -70 | -71 | -73 | -74 |
| Energiekosten | -26 | -27 | -27 | -26 | -27 | -28 | -29 | -30 | -31 | -32 |
| TSA / LTA / INCA | -11 | -13 | -13 | -13 | -14 | -14 | -15 | -15 | -16 | -16 |
| Sonst. betriebl. Aufwendungen | -38 | -44 | -40 | -33 | -33 | -33 | -33 | -33 | -33 | -33 |
| EBITDA | 904 | 954 | 1.066 | 1.190 | 1.277 | 1.344 | 1.396 | 1.420 | 1.470 | 1.520 |
| Leasingkosten | -322 | -342 | -372 | -392 | -408 | -422 | -434 | -446 | -458 | -471 |
| Weiterbel. Investitionsausgaben | -21 | -20 | -23 | -27 | -28 | -30 | -30 | -4 | -4 | -4 |
| EBITDAaL (vor Modifikationen) | 561 | 592 | 670 | 771 | 841 | 893 | 932 | 971 | 1.008 | 1.045 |
| Wechselkursanpassung | | 0 | -1 | -2 | -3 | -5 | -5 | -6 | -6 | -7 |
| EBITDAaL (nach Modifikationen) | 561 | 592 | 669 | 769 | 838 | 888 | 927 | 965 | 1.002 | 1.039 |
| Abschreibungen | -138 | -138 | -177 | -210 | -244 | -242 | -236 | -211 | -213 | -215 |
| Weiterbel. Investitionsausgaben | 21 | 20 | 23 | 27 | 28 | 30 | 30 | 4 | 4 | 4 |
| EBIT (nach Modifikationen) | 444 | 474 | 515 | 586 | 622 | 676 | 721 | 758 | 793 | 828 |

Quelle: Geschäftsberichte, Modifikationen von Grant Thornton, Planung der Gesellschaft, eigene Analysen

c) Plausibilisierung der operativen Planung mit den Vergleichsunternehmen

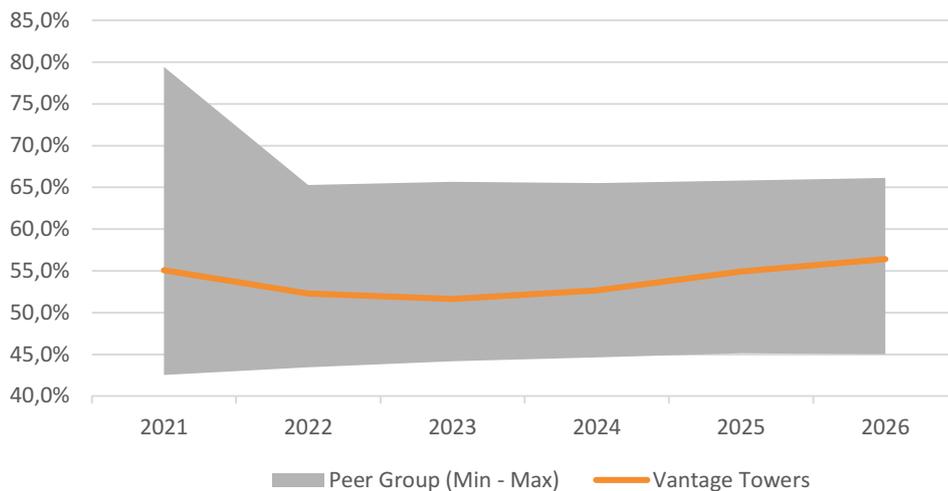
- 147. Zur Beurteilung der Angemessenheit der uns vorgelegten Planung haben wir diese auch mit der erwarteten Entwicklung der Ertragslage der Gruppe von Vergleichsunternehmen verglichen.
- 148. Hierzu haben wir auf die Konsensusschätzungen zurückgegriffen, die durch den Kapitalmarktinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence (S&P Capital IQ) zur Verfügung gestellt und im Rahmen der Vergleichsanalyse weiterverarbeitet wurden.
- 149. Im Rahmen unserer Analyse haben wir das erwartete Umsatzwachstum sowie die erwartete Entwicklung der EBITDAaL-Margen der Peer Group des Bewertungsgutachters analysiert und mit der prognostizierten Entwicklung der entsprechenden Größen von Vantage Towers verglichen.
- 150. Die folgende Grafik zeigt die vergangene und erwartete Entwicklung des Umsatzwachstums der Vantage Towers im Vergleich zu den entsprechenden Analystenschätzungen der Peer Group (Mindestanzahl von zwei Analystenschätzungen). Die in grau dargestellte Bandbreite der Peer Group stellt dabei die gesamte Bandbreite der Umsatzerwartungen der Peer Group dar:

Umsatzwachstum im Vergleich zur Peer Group



151. Die überdurchschnittlichen Umsatzwachstumsraten von Vantage Towers in den Jahren 2024 bis 2026 sind primär auf das BTS-Programm sowie die Vereinbarungen mit 1&1 in Deutschland zurückzuführen. Entsprechend ist für den deutschen Markt ein besonders hohes erwartetes Wachstum zu beobachten, während das Umsatzwachstum für Spanien und Griechenland eher auf dem Niveau der Peer Group erwartet wird. Ab 2026 ist die erwartete Umsatzwachstumsrate von Vantage Towers innerhalb der auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Bandbreite der Peer Group.
152. Die folgende Grafik zeigt die vergangene und erwartete Entwicklung der EBITDAaL-Marge der Vantage Towers im Vergleich zu den entsprechenden Analystenschätzungen der Peer Group (Mindestanzahl von zwei Analystenschätzungen). Die in grau dargestellte Bandbreite der Peer Group stellt dabei die Bandbreite der EBITDAaL-Margenerwartungen der Peer Group dar⁸⁵:

EBITDAaL-Marge im Vergleich zur Peer Group



153. Die EBITDAaL-Margen der Vantage Towers liegen innerhalb der durch die Peer Group aufgeschlagenen Bandbreite und sind damit mit der prognostizierten EBITDAaL-Margenentwicklung der Gruppe von Vergleichsunternehmen vergleichbar.
154. Auf Basis des vorgenommenen Vergleichs der erwarteten Umsatz- und Margenentwicklung der Vantage Towers mit der prognostizierten Entwicklung der entsprechenden Größen der Peer Group erachten wir die Planung als plausibel.

⁸⁵ Da S&P Capital IQ keine EBITDAaL-Prognosen zeigt, haben wir das letzte verfügbare EBITDAaL mit den geplanten Wachstumsraten des EBITDA fortgeschrieben.

d) Nachhaltiges operatives Ergebnis

155. Der Bewertungsgutachter hat zur Ableitung des nachhaltigen operativen Ergebnisses (EBIT) die künftige Ertragskraft der Vantage Towers bei angenommener unendlicher Fortführung abgeschätzt. Dabei ist er wie folgt vorgegangen.
156. Die Ergebnisse des letzten Planjahres wurden durch den Bewertungsgutachter grundsätzlich mit der nachhaltig angesetzten Wachstumsrate in Höhe von 1,50 % fortgeschrieben.
157. Darüber hinaus hat insbesondere Vantage Towers Analysen hinsichtlich des nachhaltigen Investitionsniveaus durchgeführt. Die nachhaltigen Investitionen wurden auf Basis der geplanten Entwicklung der Funkturm-Standorte und der damit zusammenhängenden künftigen zusammenhängenden erforderlichen Reinvestitionen berechnet. Dabei wurden erforderliche Reinvestitionen anhand der erwarteten restlichen wirtschaftlichen Nutzungsdauer des Funkturmportfolios ermittelt.
158. Wir haben die Berechnungen nachvollzogen und erachten die im Ergebnis ermittelten erforderlichen Investitionen als sachgerecht.
159. Vor dem Hintergrund des zeitlichen Planungshorizonts bis zum Geschäftsjahr 2031/32 und des damit zusammenhängenden Wachstums erachten wir auch die grundsätzliche Fortschreibung der Ergebnisse unter Berücksichtigung der ermittelten nachhaltigen Wachstumsrate als angemessen.

da) Finanzergebnis und Unternehmenssteuern

160. Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis auf Basis einer integrierten Finanzplanung neu abgeleitet. Dabei wurden die Zinsaufwendungen für die ausstehenden Anleihen sowie für die Refinanzierung bestehender Verbindlichkeiten sowie für zusätzlichen Finanzmittelbedarf im Planungszeitraum berücksichtigt. Die ermittelten Zinsaufwendungen für den zusätzlichen Finanzmittelbedarf beruhen auf Zinsstrukturkurven von Industrieanleihen für die Ratingklassen BBB- bis BBB+. Aufgrund des aktuellen, gestiegenen Kapitalmarkt-Zinsniveaus hat der Bewertungsgutachter eine Marktwertermittlung der ausstehenden Anleihen der Vantage Towers vorgenommen und bei der Bewertung einen im Vergleich zum Rückzahlungsbetrag (Nominalwert) niedrigeren Wert der Anleihen berücksichtigt.
161. Vantage Towers hat mit der Ad hoc Mitteilung vom 23. März angekündigt, sämtliche ausstehenden Anleihen freiwillig vorzeitig zurückzuzahlen. Die Rückzahlung der

Schuldverschreibungen soll voraussichtlich in der am 22. Mai 2023 beginnenden Woche erfolgen. Die entsprechende Refinanzierung ist auskunftsgemäß gesichert. Im Rahmen der Bewertung wurde die angekündigte Refinanzierung nicht berücksichtigt, sondern weiterhin die bisher vereinbarten, niedrigeren Zinsen der bisherigen Anleihen bis zur Fälligkeit angesetzt. Wir sehen aus der angekündigten Refinanzierung keinen positiven Werteffekt auf die hier vorgenommene Wertermittlung.

162. Wir halten die Ableitung des Finanzergebnisses und die Vorgehensweise für sachgerecht. Die dabei verwendeten Parameter entsprechen den aktuellen und erwarteten Finanzierungskonditionen der Gesellschaft und sind nachvollziehbar. Die zugehörigen Berechnungen konnten wir ohne Beanstandungen verifizieren.
163. Die Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung des erwarteten effektiven durchschnittlichen Konzernsteuersatzes in Höhe von 26,50 % ermittelt. Wir haben die Plausibilisierungsanalysen des Bewertungsgutachters zur Verifizierung dieses Konzernsteuersatzes auf Basis der erwarteten operativen Ergebnisbeiträge der unterschiedlichen Landesgesellschaften und unter Berücksichtigung landesspezifischer Unternehmenssteuersätze nachvollzogen. Bestehende Verlustvorträge sind auskunftsgemäß – mit Ausnahme von Verlustvorträgen der Vantage Towers S.L.U. (Spanien) – bis zum 31. März 2022 aufgebraucht. Die bestehenden Verlustvorträge in Spanien wurden bewertungstechnisch werterhöhend berücksichtigt, ungeachtet der Auskunft der Vantage Towers, dass diese aktuell nicht nutzbar seien.
164. Wir haben die Ermittlung der Unternehmenssteuern inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht abgeleitet.

db) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer

165. Der Bewertungsgutachter hat im Rahmen seiner Wertermittlung berücksichtigt, dass die Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2022/2023 nicht werterhöhend in die Ableitung des Unternehmenswerts einfließt. Vor dem Hintergrund, dass die Höhe der Dividende ungewiss ist, hat der Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung des § 254 AktG im Sinne einer Mindestdividende lediglich 0,04 € je Aktie angesetzt.
166. Der Bewertung liegt somit die Annahme zugrunde, dass die Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2022/23 noch den Minderheitsaktionären der Vantage Towers zufließt. Dies setzt voraus, dass die Minderheitsaktionäre ihre Aktien erst nach Zahlung der Dividende für das Geschäftsjahr 2022/23 an Oak Holdings übertragen. Dies halten wir für eine realistische Annahme.

167. Grundsätzlich ist bei der Bestimmung der Ausschüttungen im Planungszeitraum primär auf die Unternehmensplanung zurückzugreifen und erst für die ewige Rente ein zur Anlage in ein Aktienportfolio äquivalentes Ausschüttungsverhalten anzunehmen.
168. Die durch Vantage Towers angestrebte Ausschüttungsquote beträgt 60% der Summe aus dem wiederkehrenden Free Cash Flow und den von INWIT und Cornerstone erhaltenen Dividenden. Unter Berücksichtigung dieser angestrebten Ausschüttungsquote ermittelt der Bewertungsgutachter eine geplante Ausschüttungsquote in Bezug auf den Jahresüberschuss von rd. 80 % und setzt diese für den Planungszeitraum an.
169. Vor dem Hintergrund, dass der Bewertungsgutachter berücksichtigt hat, dass eine unbeschränkt steuerpflichtige Gesellschaft Leistungen nach § 27 Abs. 1 Satz 3 KStG steuerfrei zurückgewähren kann, soweit sie den auf den Schluss des vorangegangenen Wirtschaftsjahres ermittelten ausschüttbaren Gewinn übersteigt und im vorliegenden Fall erwartungsgemäß bis zum Geschäftsjahr 2031 die Ausschüttungen der Vantage Towers als steuerfreie Einlagenrückgewähr behandelt worden sind, ergeben sich bis zu diesem Zeitpunkt keine wertmindernden steuerlichen Belastungen auf diese Ausschüttungen.
170. Für die ewige Rente ab 2033 hat der Bewertungsgutachter eine typisierte Ausschüttungsquote von 50 % in Bezug auf die ausschüttbaren Überschüsse angenommen. Diese Ausschüttungsquote leitet der Bewertungsgutachter anhand des Ausschüttungsverhaltens börsennotierter, mit Vantage vergleichbarer Unternehmen ab.⁸⁶ Nach unserer Analyse liegt diese Ausschüttungsquote unterhalb der Ausschüttungshöhen der Vergleichsunternehmen, allerdings in einem Bereich, welcher grundsätzlich am Markt zu beobachten ist.
171. In der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter eine Mittelfreisetzung aus der wachstumsbedingten Veränderung der Kapitalstruktur in Höhe von rd. 79 Mio. € angesetzt, die den Aktionären erwartungsgemäß nachhaltig als zusätzliches Ausschüttungspotential (brutto) zugerechnet wird. Diese Vorgehensweise berücksichtigt, dass z.B. neben dem hohen bilanzierten Goodwill, der keinem nachhaltigen Wachstum unterliegt, auch von einem unterproportional wachsenden Anlagevermögen ausgegangen werden kann.
172. Wir haben uns die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters erläutern lassen und konnten die Berechnungen im Bewertungsmodell nachvollziehen und haben diese im Rahmen unseres eigenen Bewertungsmodells plausibilisiert. Auf Basis dieser Analyse- und

⁸⁶ Vgl. Bewertungsgutachten S. 63.

Plausibilisierungsberechnungen sind wir zu dem Ergebnis gelangt, dass die berücksichtigte Methodik nicht zu einem Nachteil der Minderheitsaktionäre führt.

173. Für die steuerliche Behandlung auf Ebene der Anteilseigner unterscheidet der Bewertungsgutachter zwischen dem Wertbeitrag aus Dividendenausschüttung („Ausschüttung“) und einem Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung („Thesaurierung“). Bei der Ableitung der persönlichen Einkommensteuer auf den Wertbeitrag aus Ausschüttung wurde der Einkommensteuersatz auf Dividenden einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe von 26,38 % (Abgeltungsteuer) angewandt.⁸⁷ Vor dem Hintergrund der angenommenen weitgehend möglichen Einlagenrückgewähr aus dem steuerlichen Einlagenkonto bis (anteilig) zum Geschäftsjahr 2031 hat der Bewertungsgutachter diese erwarteten Ausschüttungen rechnerisch keiner steuerlichen Belastung unterworfen. Die vom Bewertungsgutachter gewählte Vorgehensweise ist somit nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre.
174. Hinsichtlich des Wertbeitrags aus fiktiver Thesaurierung hat der Bewertungsgutachter vereinfachend unterstellt, dass dieser den Aktionären unter Berücksichtigung der steuerlichen Konsequenzen auf Anteilseignerebene unmittelbar zufließt. Der Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung wurde daher grundsätzlich um den halben Abgeltungsteuersatz einschließlich Solidaritätszuschlag von zusammen 13,18 % vermindert.⁸⁸
175. Die vom Bewertungsgutachter getroffenen Annahmen und die gewählte Vorgehensweise zur Bestimmung der Ausschüttungen und der Berücksichtigung persönlicher Steuern sind nach unseren Feststellungen im Ergebnis angemessen.

⁸⁷ Vgl. Bewertungsgutachten S. 63.

⁸⁸ Vgl. Bewertungsgutachten S. 64.

8. Kapitalisierungszinssatz

176. Der Ertragswert eines Unternehmens wird durch Diskontierung der geplanten zukünftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage. Der Zahlungsstrom der Alternativenanlage soll dabei hinsichtlich der zeitlichen Struktur, des Risikos und der Besteuerung vergleichbar sein mit dem Zahlungsstrom, der den Anteilseignern des zu bewertenden Unternehmens zusteht.
177. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.⁸⁹ Die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes erfolgt gemäß folgender Formel:

$$r_{EK} = r_f + (r_M \times \beta_{EK})$$

r_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

r_f = risikofreier Zinssatz (Basiszinssatz)

r_M = Markttrisikoprämie

β_{EK} = Betafaktor des EK (unter Berücksichtigung der Verschuldung)

178. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Effekte zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz in aller Regel um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).

⁸⁹ Vgl. IDW S 1, Tz. 114 f. und Tz. 92.

a) **Basiszinssatz**

179. Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen.
180. Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand.⁹⁰ Als Datenbasis kann dabei auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten zurückgegriffen werden. Dabei handelt es sich um Schätzwerte nach der Svensson-Methode, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen (Bundesanleihen, Bundesobligationen etc.) ermittelt werden. Die so ermittelte Zinsstrukturkurve bildet laufzeitäquivalente Basiszinssätze (sog. Spot-Rates) ab. Diese lassen sich finanzmathematisch in einen barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatz überführen.
181. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler empfiehlt der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB), nicht die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobondrenditen, sondern periodenspezifische Durchschnittsrenditen aus den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten zu verwenden.⁹¹ Weiterhin empfiehlt der FAUB, für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze im Regelfall den für eine Restlaufzeit von 30 Jahren ermittelten Zinssatz als nachhaltigen Schätzwert anzusetzen sowie den einheitlichen Basiszinssatz auf ¼ Prozentpunkte zu runden.⁹² Diese Vorgehensweise ist in der Rechtsprechung anerkannt.⁹³ Die vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds empfohlene Vorgehensweise des FAUB bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Basiszinssatz von weniger als 1,0 % nicht auf Viertel-Prozentpunkte, sondern auf Zehntel-Prozentpunkte zu runden, ist im vorliegenden Fall nicht einschlägig.⁹⁴
182. Der Bewertungsgutachter legt der Ermittlung des Basiszinssatzes die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Schätzungen der täglichen Zinsstrukturkurven für einen Dreimonatszeitraum von 21. Januar 2023 bis 20. März 2023 zugrunde. Auf dieser Basis

⁹⁰ Vgl. IDW S 1, Tz. 116.

⁹¹ Vgl. FN-IDW 2008, S. 491; 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., OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. Juli 2016, 21 W 21/14, <https://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/bshe/document/LARE190018674> (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

⁹² Vgl. FAUB, FN-IDW 2008, S. 490 f.

⁹³ Z.B. Beschluss des OLG Saarbrücken vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

⁹⁴ Vgl. IDW Life 2016, S. 731 f.

wurden für hypothetische Zerobonds mit Restlaufzeiten von bis zu 30 Jahren Zinssätze geschätzt. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung wurden die für eine Restlaufzeit von 30 Jahren durchschnittlich ermittelten Zerobond-Zinssätze als nachhaltiger Prognosewert angesetzt.

183. Der Bewertungsgutachter hat einen barwertäquivalenten, einheitlichen Basiszinssatz vor Ertragsteuern für alle Planjahre auf volle 1/4-Prozentpunkte gerundet und in Höhe von 2,25 % hergeleitet. Dieser gerundete Basiszinssatz vor Ertragsteuern wurde mit einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag) in Höhe von 26,38 % vom Bewertungsgutachter korrekt in eine Nachsteuergröße von gerundet 1,66 % umgerechnet.⁹⁵
184. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes nachvollzogen und uns von der rechnerischen Richtigkeit überzeugt.
185. Bei der Überprüfung, ob die Abfindung zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 5. Mai 2023 mindestens dem anteiligen Unternehmenswert entspricht, wird zu berücksichtigen sein, dass der Basiszinssatz nach der vom FAUB empfohlenen Methode grundsätzlich unter Berücksichtigung des dann zurückliegenden Drei-Monats-Zeitraums neu zu bestimmen wäre. Eine Änderung des Unternehmenswerts muss damit nicht zwangsläufig verbunden sein, da Auswirkungen auf die übrigen Bewertungsparameter gleichermaßen zu überprüfen wären.
186. Der bei der Bewertung der Vantage Towers angesetzte Basiszinssatz in Höhe von 2,25 % vor bzw. 1,66 % nach Abzug der typisierten Ertragsteuerbelastung wurde zutreffend ermittelt.

⁹⁵ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 66.

b) Risikozuschlag

ba) Anwendung des Tax-CAPM

187. Der Risikozuschlag dient der Abgeltung des bei einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens in Kauf zu nehmenden Risikos. Dabei ist von der Annahme auszugehen, dass Marktteilnehmer zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion).⁹⁶ Diese Risikoaversion kann durch einen Abschlag von den erwarteten Überschüssen (Sicherheitsäquivalenzmethode) oder durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden.⁹⁷ Beide Methoden sind ineinander überführbar. In der Praxis wird die Risikoaversion jedoch nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt.⁹⁸
188. Im Rahmen objektiverer Bewertungen eignen sich Kapitalmarktmodelle wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und das darauf aufbauende Tax-CAPM zur Ableitung des Risikozuschlags, weil diese Kapitalmarktmodelle Risikoprämien indirekt aus beobachtbaren Kapitalmarktpreisen ableiten.⁹⁹ Die sich auf dem Kapitalmarkt bildenden Preise sind Resultate der Handlungen der Anleger. Wertpapierpreise reflektieren insoweit auch die Risikopräferenzen der Anleger, als die Anleger sich bewusst und frei für den Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere entscheiden. Diese Marktbewertung der Risiken von Aktien durch rationale und risikoscheue Anleger wird durch das CAPM und das Tax-CAPM modelltheoretisch abgebildet. Nach dem CAPM bzw. Tax-CAPM wird die Höhe des Risikozuschlags als Produkt der Modellparameter Marktrisikoprämie und Betafaktor ermittelt.

⁹⁶ Vgl. IDW S 1, Tz. 88.

⁹⁷ Vgl. IDW S 1, Tz. 89.

⁹⁸ Vgl. IDW S 1, Tz. 90.

⁹⁹ Vgl. IDW S 1, Tz. 92, 118.

189. Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Da Aktienrenditen und Risikoprämien jedoch grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert.¹⁰⁰ Die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen wird direkt in der Bewertungsgleichung des Tax-CAPM erfasst, indem Basiszinssatz und Marktrisikoprämie mit den jeweils relevanten Steuersätzen belastet werden. Das Tax-CAPM liefert für die Quantifizierung eines angemessenen Risikozuschlags einen nachvollziehbaren, objektivierenden Erklärungskontext. Nicht zuletzt deshalb ist das CAPM trotz aller Kritik weiterhin das in der Bewertungspraxis präferierte Modell für die Ableitung des Risikozuschlags. Diese Auffassung wird in der jüngeren Rechtsprechung ganz überwiegend geteilt.¹⁰¹
190. Die Anwendung des Tax-CAPM durch den Bewertungsgutachter ist daher sachgerecht.

bb) Marktrisikoprämie

191. Die Marktrisikoprämie ist die durchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere. Der Aktienmarkt kann dabei durch einen breiten Aktienindex, wie zum Beispiel den CDAX oder den MSCI World Index, abgebildet werden. Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und der auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern, die mittels des unternehmensindividuellen Betafaktors zu einer unternehmensindividuellen Risikoprämie transformiert wird, zusammen.¹⁰²

¹⁰⁰ Vgl. IDW S 1, Tz. 119.

¹⁰¹ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html (Abruf zuletzt, 6. Dezember 2021); OLG Frankfurt vom 17. Januar 2017, 21 W 37/12, AG 2017, 626 ff. sowie vom 5. Februar 2016, 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Karlsruhe vom 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 76, http://lrw.juris.de/cgi-bin/laender_rechtsprechung/document.py?Gericht=bw&nr=22730 (Abruf zuletzt vom 30. November 2021) sowie vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG Düsseldorf vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, a.a.O; OLG München vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, OLG München, Beschluss vom 18.02.2014 - 31 Wx 211/2013 - openJur (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

¹⁰² Vgl. IDW S 1, Tz. 120.

192. Der Bewertungsgutachter hat die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern unter Verweis auf die aktuelle Empfehlung des FAUB in Höhe von 5,75 % festgelegt.¹⁰³
193. Der FAUB analysiert regelmäßig die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes bei Unternehmensbewertungen aus unterschiedlichem Anlass. Er gibt hierauf basierend quantitative Empfehlungen zur Bemessung der Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern. Dabei folgt er einem pluralistischen Ansatz, dessen Elemente und Berechnungen er im Einzelnen in einem Beitrag offengelegt und erläutert hat.¹⁰⁴
194. Zum Bewertungszeitpunkt hielt der FAUB es bei Unternehmensbewertungen, in denen eine Veräußerungsgewinnbesteuerung berücksichtigt wird, unter Berücksichtigung der aktuellen Marktverhältnisse und Zugrundelegung des Tax-CAPM weiterhin für sachgerecht, eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in einer Höhe von 5,0 % bis 6,5 % anzusetzen.¹⁰⁵ Der Mittelwert dieser Bandbreite beträgt 5,75 %. Der vom Bewertungsgutachter festgelegte Wert der Marktrisikoprämie entspricht demnach dem Mittelwert dieser Bandbreite.
195. Unabhängig von den Erwägungen und Ermittlungen des FAUB haben wir eigene Studien zur impliziten Marktrisikoprämie für verschiedene Märkte erstellt.¹⁰⁶ Da die Marktrisikoprämie die Entwicklung der Kapitalmärkte angemessen widerspiegeln sollte, sind für die Kapitalmarktteilnehmer nicht nur die über Zeiträume von mehreren Jahrzehnten tatsächlich erzielten historischen Marktrisikoprämien (Überrenditen) relevant, sondern auch die erwarteten impliziten Marktrisikoprämien aus aktuellen Perioden. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse unserer Erhebungen halten wir die Festlegung der Marktrisikoprämie nach Steuern mit 5,75 % in der Mitte der Bandbreite für Zwecke der Abfindungsbemessung für angemessen.

¹⁰³ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 67 f.

¹⁰⁴ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.

¹⁰⁵ Vgl. IDW (FAUB), Berichterstattung über die 160. Sitzung am 9. November 2022.

¹⁰⁶ Vgl. Beumer/Jürgens, Implizite Marktrisikoprämien und Markttrenditen von 2008 bis 2018, BewP 2019, S. 71 ff. bzw. Update Marktrisikoprämien von 2008 bis 2019, BewP 2020, S. 9 ff.; Beumer/Jürgens, Optimistische Erwartungen – aber steigende Marktrisikoprämien, in M&A Review 7/8 2020, S. 228-231; Beumer, CF 2015, S. 340, Implizite Marktrisikoprämien – Konsistente Ermittlung und Anwendung.

196. 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.¹⁰⁷ Das OLG Düsseldorf wertet die Verlautbarungen des FAUB nach ständiger Rechtsprechung als „anerkannte Expertenauffassung“, die eine Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der Ermittlung des Unternehmenswerts bildeten.¹⁰⁸ Auch das LG München I und das OLG München orientieren sich unter vertieften Überlegungen zur Gesamtrenditeerwartung aus Basiszinssatz und Marktrisikoprämie an den Empfehlungen des FAUB.¹⁰⁹
197. Im Ergebnis ist der Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % aus unserer Sicht nicht zu beanstanden.

bc) Betafaktoren

198. Die Höhe des Betafaktors reflektiert gemäß dem Bewertungskalkül des CAPM das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Je höher der Betafaktor, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie. Der unternehmensindividuelle Betafaktor ergibt sich als Kovarianz zwischen den historischen Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der historischen Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex.¹¹⁰ Technisch kann zur Ermittlung des Betafaktors auch eine lineare Regression über die Aktienkurs- und Aktienindexrenditen durchgeführt werden. Der Betafaktor entspricht dann dem Steigungsparameter der Regressionsgleichung.
199. Die Aktien der Vantage Towers sind börsennotiert. Demnach kann grundsätzlich ein eigener historischer Betafaktor ermittelt werden.

¹⁰⁷ Vgl. OLG Frankfurt a.M. vom 26. Januar 2017, 21W75/15, <https://betriebsberater.ruw.de/bilanzrecht/urteile/Beschluss-vom-26.1.2017-21-W-7515-35929> (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

¹⁰⁸ Vgl. OLG Düsseldorf vom 30. April 2018, 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

¹⁰⁹ Vgl. LG München I vom 16. April 2021, 5HK O 5711/19 und OLG München vom 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, <https://openjur.de/u/2275119.html> (Abruf: 12. November 2021).

¹¹⁰ Vgl. IDW S 1, Tz. 121.

200. Die Ermittlung eines validen und prognosegeeigneten Betafaktors setzt u.a. einen liquiden Handel mit den Aktien voraus. Die Anforderungen an die Liquidität sind dabei weit höher als für die Beurteilung, ob ein durchschnittlicher Aktienkurs als Wertuntergrenze der Abfindung heranzuziehen ist.
201. Auf Basis seiner Analysen gelangt der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis, dass die Verwendung des originären Betafaktors der Vantage Towers AG abzulehnen ist. Aufgrund der kurzen Zeitspanne zwischen dem Börsengang der Vantage Towers am 18. März 2021 und dem öffentlichen Übernahmeangebot vom 9. November 2022 lässt sich keine ausreichende Anzahl an Datenpunkten für die Ableitung eines statistisch belastbaren Betafaktors ermitteln. Im Zeitraum ab Bekanntgabe des öffentlichen Übernahmeangebotes vom 9. November 2022 hat sich der Börsenkurs der Vantage Towers vom originären Risiko des Geschäftsmodells der Vantage Towers abgekoppelt, so dass dieser Zeitraum für die Erhebung des unternehmenseigenen Betafaktors nicht geeignet ist.¹¹¹ Wir teilen die Einschätzung des Bewertungsgutachters, wonach dem unternehmenseigenen Betafaktor der Vantage Towers keine Prognoseeignung zuzumessen ist.
202. Der Bewertungsgutachter nimmt deshalb zur Ermittlung des Betafaktors umfangreiche Analysen auf Basis einer Gruppe von Vergleichsunternehmen vor. Dies steht im Einklang mit den Anforderungen des IDW S 1.¹¹²
203. Die Verwendung der Betafaktoren einer Peer Group hat gegenüber dem Ansatz des Betafaktors nur eines Unternehmens den statistischen Vorteil einer deutlich größeren Anzahl von Beobachtungen. Durch eine Durchschnittsbildung mehrerer Peer Group-Betafaktoren werden Schwankungen und nicht aus der operativen Geschäftstätigkeit und der Kapitalstruktur erklärbare Unterschiede der Betafaktoren geglättet, so dass dem aus einer geeigneten Peer Group abgeleiteten Betafaktor eine hohe Prognoserelevanz zukommt.

¹¹¹ Vgl. Bewertungsgutachten S. 71 f.

¹¹² Vgl. IDW S 1, Tz. 121 und ergänzend Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung 2018, Kap. A Tz. 402 ff.

204. Zur Ermittlung eines prognosegeeigneten Betafaktors der Vantage Towers analysiert Grant Thornton eine Gruppe von Vergleichsunternehmen, die in vergleichbaren Geschäftsfeldern wie die Vantage Towers aktiv sind, darunter die von Vantage Towers als Beteiligung gehaltene INWIT. Die für die Ermittlung der Betafaktoren berücksichtigte Peer Group umfasst folgende Unternehmen:
- Cellnex Telecom, S.A., Spanien
 - Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A., Italien
 - American Towers Corporation, USA
 - Crown Castle Inc., USA
 - SBA Communications Corporation, USA
205. Die Auswahl der Peer Group-Unternehmen durch den Bewertungsgutachter haben wir inhaltlich nachvollzogen und anhand uns zur Verfügung gestellter Informationen und eigener Recherchen geprüft. Die herangezogenen Unternehmen sind in vergleichbaren Geschäftsfeldern wie die Vantage Towers aktiv und damit grundsätzlich als Peer Group-Unternehmen geeignet.¹¹³
206. Die INWIT als Unternehmen innerhalb der Peer Group zu berücksichtigen, erachten wir als sachgerecht, da die INWIT eine vergleichbare Geschäftstätigkeit aufweist und somit ungeachtet der Beteiligung der Vantage an der INWIT als Vergleichsunternehmen herangezogen worden wäre.
207. Im Zuge unserer Analyse haben wir zur Plausibilisierung der vom Bewertungsgutachter ermittelten Peer Group zusätzlich eine eigene Recherche nach Kommunikationsunternehmen mit Geschäftsschwerpunkt „Funktürme und passive Infrastruktur“ sowie nach Immobilienunternehmen bzw. Real Estate Investment Trusts mit dem Fokus auf Betrieb und Vermietung von passiver Infrastruktur und Funktürmen durchgeführt. Hierbei haben wir keine zusätzlichen Unternehmen identifiziert, welche die zukünftige Risikostruktur des Geschäfts der Vantage Towers AG besser abbilden würden.¹¹⁴

¹¹³ Vgl. dazu auch die Unternehmensbeschreibung der Vergleichsunternehmen in der Anlage.

¹¹⁴ Die Rai Way S.p.A. betreibt sowohl die passive wie auch aktive Sendefunkinfrastruktur des staatlichen italienischen Fernsehsenders RAI TV. Die Aktien dieses Unternehmens befinden sich zu weniger als 30 % in Streubesitz und werden insbesondere seit dem Jahr 2021 nur eingeschränkt liquide gehandelt. Diese Einschätzung deckt sich mit den Erkenntnissen des Bewertungsgutachters.

208. Für die Gruppe von Vergleichsunternehmen leitet der Bewertungsgutachter verschuldete Betafaktoren (Raw Betas) auf Basis des globalen MSCI All Country World Index als Referenzindex ab. Die Ermittlung erfolgt auf Basis von fünf sich überlappenden, 2-jährigen Erhebungszeiträumen bei wöchentlichen Renditeberechnungen zum 20.3.2023. Im Anschluss hat der Bewertungsgutachter die Belastbarkeit der Betafaktoren anhand von statistischen Kriterien sowie von Liquiditätskriterien gewürdigt und nicht belastbare Betafaktoren aus der weiteren Analyse ausgeschlossen.
209. Wir haben die Analysen nachvollzogen und erachten die verwendeten Kriterien für angemessen, um die statistische Belastbarkeit der ermittelten Betafaktoren zu beurteilen.
210. Der Bewertungsgutachter verwendet im Rahmen der weiteren Berechnung zur Ermittlung der unverschuldeten Betafaktoren allerdings nicht die Raw Betafaktoren, sondern adjustiert diese unter Anwendung der sogenannten Vasicek-Adjustierung.¹¹⁵ Durch die Verwendung der Vasicek-Adjustierung beabsichtigt der Bewertungsgutachter, statistische Schätzfehler bei der Ermittlung der Betafaktoren zu minimieren und so deren Prognosefähigkeit zu erhöhen.¹¹⁶ Um dies zu erreichen werden die unmittelbar aus Marktdaten beobachtbaren Raw Betafaktoren gegen eine Referenzgröße adjustiert. Dabei erfolgt die Adjustierung nicht gegenüber einem willkürlich gewählten Wert,¹¹⁷ sondern gegenüber dem Mittelwert der Peer Group. Die Gewichtung zwischen Raw Beta und Referenzwert basiert auf dem Verhältnis der jeweiligen statistischen Unsicherheit.

$$\beta_{adj}^{VAS} = \beta_i * \left(1 - \frac{\sigma_{\beta_i}^2}{\sigma_{\beta_i}^2 + \sigma_{\beta_m}^2}\right) + \beta_m * \left(\frac{\sigma_{\beta_i}^2}{\sigma_{\beta_i}^2 + \sigma_{\beta_m}^2}\right),$$

¹¹⁵ Vgl. Vasicek, A Note on using cross-sectional information in Bayesian estimation of security betas, The Journal of Finance, 1973, S. 1233-1239.

¹¹⁶ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 69.

¹¹⁷ Im Rahmen der weiter verbreiteten BLUME-Adjustierung erfolgt beispielsweise eine pauschale Adjustierung gegen 1,0.

211. Die Anwendung der Vasicek-Adjustierung ist aus unserer Sicht keine in der Bewertungspraxis häufig anzutreffende Methode. Auch wenn wir die Vorgehensweise inhaltlich nachvollzogen haben, sehen wir keine Überlegenheit dieser Methode gegenüber der Anwendung des in der Bewertungspraxis häufig verwendeten Raw Beta. Wir haben daher analysiert, ob die Berücksichtigung dieser Anpassung zum Nachteil der Minderheitsaktionäre durchgeführt wurde und konnten uns davon überzeugen, dass im vorliegenden Fall der im Ergebnis für die Vantage Towers angesetzte Betafaktor – unter Berücksichtigung der Vasicek-Anpassung – zu keiner Benachteiligung der Minderheitsaktionäre führt.¹¹⁸
212. Die adjustierten unverschuldeten (unlevered) Betafaktoren berechnet der Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung von unsicheren Tax Shields und ausfallrisikobehaftetem Fremdkapital (des sog. „Debt Beta“).
213. Bei der Ermittlung der Verschuldungsgrade wurden die Nettoschuldpositionen in den Jahren ab 2019 bzw. bei entsprechender Wahlrechtsausübung ab dem Jahr 2018 um Verbindlichkeiten für Leasing gemäß IFRS 16 bereinigt. Dem liegt die Tatsache zugrunde, dass bei Anwendung des IFRS 16, welche für das Jahr 2019 verpflichtend und für das Jahr 2018 bereits in Form eines Wahlrechts anzuwenden war, ein höherer Verschuldungsgrad ausgewiesen wird. Die Bereinigung dient dazu, die Konsistenz der Datengrundlage sicherzustellen.¹¹⁹
214. Für die Bewertung der Vantage Towers leitet der Bewertungsgutachter unter Abwägung aller Faktoren und Analysen einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,65 ab.¹²⁰ Wir haben die Berechnungen des Bewertungsgutachters methodisch und rechnerisch nachvollzogen und erachten die rechnerische Ableitung des Betafaktors unter Berücksichtigung von unsicheren Tax Shields und des Debt Beta als sachgerecht.¹²¹
215. Wir haben ergänzend eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors anhand der ermittelten Gruppe von Vergleichsunternehmen durchgeführt. Dabei haben wir Regressionsanalysen über einen Beobachtungszeitraum von 5 Jahren bei wöchentlichen Renditeintervallen durchgeführt.

¹¹⁸ siehe diesbezüglich unsere im Folgenden dargestellten ergänzenden Analysen.

¹¹⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 70.

¹²⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 72.

¹²¹ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap A, Tz. 413.

216. Nachfolgend sind die von uns ermittelten Betafaktoren abgebildet:

BETAFAKTOREN DER PEER GOUP (EIGENE ERMITTLUNG) - VANTAGE TOWERS AG

| Stichtag | 17.03.2023 | | | | | |
|---|------------------------------|-----------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| Erhebungszeitraum | 5 Jahre | | | | | |
| Erhebungsintervall | Wöchentlich | | | | | |
| Referenzindex | MSCI All-Country World Index | | | | | |
| Währung | Euro | | | | | |
| | | | | | ∅ | |
| Vergleichsunternehmen | Land | ∅ Bid/Ask | ∅ Umsatz | Raw Beta | VG netto () | Unl. Beta |
| American Tower Corporation | USA | 0,02% | 364.899.950 | 0,81 | 0,28 | 0,67 |
| Cellnex Telecom, S.A. | Spanien | 0,04% | 41.443.780 | 0,70 | 0,36 | 0,61 |
| Crown Castle Inc. | USA | 0,01% | 270.459.002 | 0,82 | 0,29 | 0,68 |
| Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. | Italien | 0,12% | 7.466.820 | 0,52 | 0,11 | 0,51 |
| SBA Communications Corporation | USA | 0,04% | 147.616.700 | 0,86 | 0,36 | 0,73 |
| Mittelwert | | | | 0,74 | 0,28 | 0,64 |
| Median | | | | 0,81 | 0,29 | 0,67 |
| Minimum | | | | 0,52 | 0,11 | 0,51 |
| Maximum | | | | 0,86 | 0,36 | 0,73 |

217. Die unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group liegen in einer Bandbreite von 0,51 bis 0,73 und im Mittelwert bei 0,64 (arithmetisches Mittel) bzw. 0,67 (Median). Anhand weiterer Analysen haben wir überprüft, dass sich auch bei Auswahl eines kürzeren Beobachtungszeitraums von 2 Jahren keine niedrigeren Betafaktoren ergeben.
218. Der vom Bewertungsgutachter angesetzte unverschuldete Betafaktor von 0,65 liegt damit zwischen dem arithmetischen Mittel und dem Median der von uns ermittelten unverschuldeten Betafaktoren. Auch unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Vorgehensweisen zur Erhebung der Betafaktoren erachten wir den Betafaktor von 0,65 als angemessen.
219. Den sich aus dem angesetzten Wert der Marktrisikoprämie (5,75 %) und des unverschuldeten Betafaktors 0,65 ergebende (unverschuldeten) Risikozuschlag von 3,74 % erachten wir als angemessen.

c) Wachstumsabschlag

220. In der Unternehmensbewertung ist des Weiteren das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen.¹²² In der Detailplanungsphase sowie der Konvergenzphase wird ein etwaiges Wachstum der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der einzelnen Bilanzposten für die einzelnen Perioden in der Planungsrechnung berücksichtigt.
221. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung vereinfachend als Barwert einer ewigen Rente erfasst. Als ewige Rente ist in der Ertragswertformel zunächst das erwartungsgemäß nachhaltig erzielbare Ergebnis anzusetzen. Ist davon auszugehen, dass das zu bewertende Unternehmen in der Lage ist, seine Ergebnisse in der Zeit nach der Detailplanungsphase nachhaltig zu steigern, kann das entsprechende Ergebniswachstum finanzmathematisch durch einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.¹²³ Dabei ist zu beachten, dass im Wertbeitrag aus Thesaurierungen, der dem zu kapitalisierenden Ergebnis zugerechnet wird, bereits die möglichen Wachstumsaussichten bezogen auf die Erweiterungsinvestitionen berücksichtigt sind.
222. Zur Ermittlung des Wachstums der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz für die Zeit nach der Detailplanungsphase ist eine Analyse auf der Basis langfristig zu prognostizierender Wachstumstrends und die Berücksichtigung der damit verbundenen Investitionserfordernisse notwendig.¹²⁴
223. Ausgangspunkt der Ermittlung des nachhaltigen Wachstums durch den Bewertungsgutachter ist die Feststellung, dass nominale Planungsgrößen langfristig einer inflationsbedingten und einer realen Veränderung unterliegen können.
224. Zur Abschätzung inflationsbedingter Veränderungen verweist der Bewertungsgutachter auf Renditedifferenzen zwischen nominal festverzinslichen und inflationsgeschützten deutschen Staatsanleihen und erachtet eine langfristige allgemeine Inflationserwartung in Höhe von 2,0% als realistisch.¹²⁵

¹²² Vgl. IDW S 1, Tz. 94 ff.

¹²³ Vgl. IDW S 1, Tz. 98.

¹²⁴ Vgl. IDW S 1, Tz. 97.

¹²⁵ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 72.

225. Das erwartete reale Wachstum der Gesellschaft basiert auf der Nachfrage nach Funktürmen und der Einführung neuer Mobilfunkstandards. Für die Ableitung der ewigen Rente (nachhaltiges Jahr) unterstellt der Bewertungsgutachter den eingeschwungenen Zustand und somit keinen weiteren Ausbau von Funktürmen über den im Wertbeitrag aus Thesaurierung berücksichtigten Umfang hinaus.
226. Unter Berücksichtigung der Fähigkeit der Weitergabe zukünftiger Kostensteigerungen und des Wettbewerbsdrucks und vor dem Hintergrund, dass sich die Vantage Towers auf einem regulierten und sich zunehmend konsolidierenden Markt bewegt, hat der Bewertungsgutachter das nach Eintritt des jeweiligen eingeschwungenen Zustands erwartete nachhaltige Umsatz- und Ergebniswachstum mit 1,5 % angesetzt.¹²⁶
227. Die Ausführungen des Bewertungsgutachter haben wir nachvollzogen. Wir gehen grundsätzlich davon aus, dass im Rahmen der Planung im eingeschwungenen Zustand eine vollständige Überwälzung der beschaffungsseitigen Kostensteigerungen möglich ist und somit das Ergebnismargenniveau konstant fortgeschrieben werden kann. Allerdings ist nicht die Preissteigerung im Sinne einer allgemeinen Inflationsrate unmittelbar auf die Unternehmensplanung der Vantage Towers zu übertragen. Vielmehr sind die unternehmensspezifischen Kostensteigerungen und Möglichkeiten zur Preissteigerung auf der Absatzseite unternehmensspezifisch zu würdigen. Vor dem Hintergrund, dass im vorliegenden Fall wesentliche Verträge unter Berücksichtigung der allgemeinen Inflation angepasst werden und somit die Ertragslage der Gesellschaft wesentlich beeinflussen, erachten wir den Rückgriff auf die allgemeine Inflationserwartung als Ausgangspunkt zur Abschätzung der künftig erwarteten nachhaltigen Wachstumsrate als plausibel.
228. Allerdings konnte bei längerfristiger Betrachtung der Vergangenheit generell beobachtet werden, dass das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen regelmäßig hinter der allgemeinen Inflation zurückblieben. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass auch gegenläufige Effekte aus Effizienzsteigerungen und technologischem Fortschritt zu berücksichtigen sind und im vorliegenden Fall wesentliche Verträge zum Teil Maximalgrenzen bei den künftigen Mietsteigerungen oder nur anteiliger Steigerung im Vergleich zur Entwicklung der allgemeinen Inflationsrate vorsehen.

¹²⁶ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 73.

229. Als unternehmensspezifische Wachstumsrate ist damit nicht die erwartete langfristige Inflationsrate, sondern vielmehr eine geringere Wachstumsrate anzusetzen.
230. Die in der Unternehmensbewertung angesetzte langfristig unterstellte unternehmensspezifische Wachstumsrate von 1,5 % halten wir – auch unter Berücksichtigung der begrenzten Weitergabe der allgemeinen Inflationsrate – für angemessen.
231. Auf Basis dieser Überlegungen sehen wir keine Hinweise, die einen höheren Wachstumsabschlag als 1,5 % rechtfertigen, und erachten den angesetzten Wachstumsabschlag für Vantage Towers als angemessen.

d) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze

232. Nachfolgend ist die Herleitung der vom Bewertungsgutachter periodenspezifisch berechneten Kapitalisierungszinssätze der Vantage Towers dargestellt:

| PERIODENSPEZIFISCHE KAPITALKOSTEN DES BEWERTUNGSGUTACHTERS | | | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 | 2026/27 | 2027/28 | 2028/29 | 2029/30 | 2030/31 | 2031/32 | TV |
| Basiszinssatz vor Est | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% |
| persönliche Ertragsteuern | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% |
| Basiszinssatz nach Est | 1,66% |
| Marktrisikoprämie nach Est | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% |
| Betafaktor unverschuldet | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 |
| Verschuldungsgrad | 21,46% | 25,60% | 30,04% | 32,93% | 33,67% | 33,09% | 32,26% | 31,38% | 30,14% | 28,93% |
| Betafaktor verschuldet | 0,84 | 0,86 | 0,87 | 0,85 | 0,85 | 0,82 | 0,81 | 0,81 | 0,78 | 0,78 |
| Risikoprämie | 4,82% | 4,92% | 5,01% | 4,86% | 4,87% | 4,69% | 4,66% | 4,64% | 4,49% | 4,46% |
| Wachstumsabschlag | | | | | | | | | | -1,50% |
| Kapitalisierungszinssatz | 6,48% | 6,58% | 6,67% | 6,52% | 6,53% | 6,34% | 6,32% | 6,30% | 6,15% | 4,62% |

Quelle: Analyse des Bewertungsgutachters

233. Abschließend stellen wir fest, dass die jeweilige Höhe der zugrunde gelegten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze angemessen ist.

9. Sonderwerte

234. Die Vantage Towers verfügt über nicht voll konsolidierte Beteiligungen in Höhe von 33,17 % an der INWIT sowie in Höhe von 50 % an der Cornerstone. Diese Beteiligungen sind nicht im Ertragswert der Vantage reflektiert und somit als Sonderwert dem Wert des Eigenkapitals hinzuzurechnen. Zusätzlich hat der Bewertungsgutachter die erwarteten Veränderungen des MSA und zwei Verwaltungsgesellschaften als Sonderwert berücksichtigt.

a) Cornerstone

Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

235. Die Cornerstone Telecommunications Infrastructure Ltd. („Cornerstone“) hat ihren Sitz in Berkshire, Großbritannien. Ihre Geschäftsanschrift lautet 1530 Arlington Business Park, Theale, Reading, Berkshire, RG7 4SA. Die Cornerstone ist ein Gemeinschaftsunternehmen der Vantage Towers, der O2 Cedar Limited (10 %) und der o2 Networks Limited (40 %).
236. Das Grundkapital der Cornerstone beträgt 300.020 GBP und ist eingeteilt in 300.020 Stammaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1,00 GBP je Aktie.
237. Die Cornerstone wurde 2012 durch die Konsolidierung der Netzinfrastruktur der Telefonica U.K. und der Vodafone U.K. gegründet.¹²⁷
238. Der Gegenstand des Unternehmens ist der Besitz und Betrieb passiver mobiler Telekommunikationsinfrastrukturen, bestehend aus Türmen oder anderen physischen Strukturen, auf denen aktive mobile und/oder nicht-mobile Ausrüstungen installiert sind. Die Cornerstone betreibt derzeit rund 14.200 Makrostandorte sowie rund 1.400 Mikrostandorte in Großbritannien.¹²⁸

¹²⁷ Vgl. Geschäftsbericht Telefonica UK 2022, S. 143.

¹²⁸ Vgl. Geschäftsbericht Telefonica UK 2022, S. 143.

Planung und Planungsprozess

239. Zur Ermittlung des Sonderwerts der Beteiligung nimmt der Bewertungsgutachter eine vereinfachte Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern auf Basis einer vom Management der Vantage bereitgestellten Ertrags- und Cash-Flow-Planung sowie der auf den 31. März 2023 fortgeschriebenen Bilanz der Cornerstone zum 31. Januar 2023 vor.
240. Die zugrundeliegende Planung stammt aus dem September 2022 und umfasst einen Planungshorizont bis zum 31. März 2032. Für das Jahr 2022/23 wurde eine Hochrechnung auf Basis der Halbjahresergebnisse vorgenommen.¹²⁹
241. Die durch die Gesellschaft bereitgestellte Planung bis zum EBIT wurde durch den Bewertungsgutachter auf Basis einer integrierten Finanzbedarfsplanung, um ein kalkulatorisches Zinsergebnis sowie eine Steuerberechnung ergänzt und auf Basis von Forward Rates für den Wechselkurs EUR / GBP umgerechnet.¹³⁰

Ergebnisplanung und nachhaltiges Ergebnis

242. Der Bewertungsgutachter stellt die Ertragslage der Cornerstone für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 anhand von Unternehmensinformationen dar.
243. Die Umsatzerlöse der Cornerstone setzen sich im wesentlichen aus Umsätzen mit den Ankermietern Telefonica und Vodafone zusammen. Darüber hinaus erwirtschaftet die Gesellschaft Umsätze aus der Vermietung von Standorten an Dritte sowie für weitere Dienstleistungen und Management Fees. Während den geplanten Umsatzerlösen mit Ankermietern ein jährliches Wachstum von rd. 1,5 % und den Umsätzen mit Dritten ein jährliches Wachstum von 13,8 % zugrunde liegt, wird für die sonstigen Umsatzerlöse ein Rückgang erwartet. Die Gesellschaft erwartet, dass die sonstigen Service-Dienstleistungen ab dem Geschäftsjahr 2026 vollständig entfallen, da diese sich weitgehend auf aktive Infrastruktur beziehen und durch die jeweiligen MNOs selbst übernommen werden. Für die Erlöse aus Management Fees wird wiederum ein jährliches Wachstum von 5,7 % angenommen. Somit ergibt sich ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rd. 2,2 % für die gesamten Umsatzerlöse der Cornerstone.¹³¹

¹²⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 76.

¹³⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 79 f.

¹³¹ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 77 f.

244. Die Instandhaltungsaufwendungen wachsen im Planungszeitraum mit durchschnittlich 2,6 % p.a. Dieses Wachstum ist neben preisbedingten Steigerungen insbesondere auf die wachsende Anzahl an Standorten zurückzuführen.
245. Die Personalaufwendungen steigen im Planungszeitraum um rd. 1 Mio. GBP auf 22 Mio. GBP im Jahr 2032. Dem liegt neben einem leichten Rückgang der Mitarbeiterzahl ein erwartetes Lohnwachstum von rd. 1,8 % p.a. zugrunde.
246. Die Mietaufwendungen der Cornerstone umfassen die tatsächlich zahlungswirksamen Aufwendungen (Pre-IFRS 16–Berichterstattung). Diese verringern sich während des Planungszeitraums um durchschnittlich 2,7 % p.a.¹³²
247. Das geplante EBITDAaL steigt im Planungszeitraum um durchschnittlich 4,8 % p.a., die EBITDAaL–Marge erhöht sich von 44,1 % auf 55,4 %.

| GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (PLAN) | | | | | | | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 |
| Mio. € | HIST | HIST | PLAN |
| Gesamtumsatz inkl. Weiterverrechnung | 433 | 442 | 445 | 462 | 470 | 480 | 489 | 502 | 515 | 520 | 529 |
| Instandhaltung der Anlagen | -20 | -21 | -21 | -21 | -22 | -22 | -23 | -24 | -24 | -24 | -25 |
| Personalkosten | -21 | -23 | -21 | -21 | -21 | -21 | -22 | -22 | -22 | -23 | -23 |
| sonstiger betrieblicher Aufw and | -26 | -23 | -22 | -25 | -25 | -30 | -29 | -31 | -33 | -32 | -33 |
| Durchlaufkosten | -86 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 280 | 374 | 381 | 395 | 401 | 406 | 415 | 425 | 436 | 441 | 447 |
| Mietkosten für Grundstücke | -130 | -129 | -131 | -129 | -122 | -113 | -108 | -104 | -101 | -97 | -94 |
| Weiterbelastete Investitionsausgaben | -1 | -93 | -97 | -105 | -112 | -117 | -124 | -129 | -134 | -136 | -138 |
| EBITDAaL | 149 | 152 | 153 | 161 | 167 | 176 | 183 | 192 | 201 | 208 | 216 |
| Abschreibungen | -88 | -85 | -89 | -90 | -91 | -93 | -79 | -55 | -55 | -55 | -51 |
| EBIT | 61 | 67 | 64 | 71 | 76 | 83 | 104 | 137 | 146 | 153 | 165 |
| Zinserträge | 0 | 0 | 4 | 7 | 10 | 12 | 14 | 15 | 16 | 16 | 17 |
| Zinsaufw endungen | 0 | 0 | -19 | -15 | -17 | -17 | -17 | -17 | -17 | -17 | -16 |
| EBT | 61 | 67 | 48 | 62 | 69 | 78 | 101 | 135 | 145 | 152 | 165 |
| Steuern von Einkommen und Ertrag | 0 | 0 | 0 | -9 | -17 | -19 | -25 | -34 | -36 | -38 | -41 |
| Jahresüberschuss/-fehlbetrag | 61 | 67 | 48 | 53 | 52 | 58 | 76 | 101 | 109 | 114 | 124 |

Quelle: Unternehmensangaben

Wertermittlung

248. Der Wert der Beteiligung der Vantage an der Cornerstone ergibt sich aus der Diskontierung der Nettoausschüttungen mit dem jeweiligen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz auf den technischen Bewertungsstichtag 31. März 2023 und anschließende Aufzinsung auf den tatsächlichen Bewertungsstichtag 5. Mai 2023 sowie durch Multiplikation mit der Beteiligungsquote der Vantage von 50 %.

¹³² Vgl. Bewertungsgutachten, S. 78 f.

249. Die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze der Cornerstone ergeben sich aus den Input-Parametern der Bewertung der Vantage sowie dem periodenspezifischen Verschuldungsgrad der Cornerstone und stellen sich wie folgt dar:

| PERIODENSPEZIFISCHE KAPITALKOSTEN DES BEWERTUNGSGUTACHTERS | | | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | TV |
| Basiszinssatz vor Est | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% | 2,25% |
| persönliche Ertragsteuern | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% | -0,59% |
| Basiszinssatz nach Est | 1,66% |
| Markttrisikoprämie nach Est | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% | 5,75% |
| Betafaktor unverschuldet | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 |
| Verschuldungsgrad | 16,94% | 9,05% | 6,94% | 4,80% | 2,77% | 1,41% | 0,90% | 0,34% | -0,26% | -0,77% |
| Betafaktor verschuldet | 0,72 | 0,69 | 0,68 | 0,67 | 0,66 | 0,66 | 0,65 | 0,65 | 0,65 | 0,65 |
| Risikoprämie | 4,15% | 3,96% | 3,91% | 3,86% | 3,81% | 3,77% | 3,76% | 3,75% | 3,73% | 3,72% |
| Wachstumsabschlag | | | | | | | | | | -1,50% |
| Kapitalisierungszinssatz | 5,81% | 5,62% | 5,56% | 5,51% | 5,46% | 5,43% | 5,42% | 5,40% | 5,39% | 3,88% |

Quelle: Analyse des Bewertungsgutachters

250. Der durch den Bewertungsgutachter ermittelte Ertragswert der Cornerstone beträgt rd. 2.259 Mio. €. Unter Berücksichtigung der Beteiligungsquote der Vantage von 50,0 % resultiert ein Wert der Beteiligung an der Cornerstone in Höhe von 1.129 Mio. €. Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Herleitung der Nettoausschüttungen sowie der Wertermittlung haben wir rechnerisch und methodisch ohne Beanstandungen nachvollzogen und anhand unseres eigenen Bewertungsmodells plausibilisiert. Wir erachten die Wertermittlung des Bewertungsgutachters als angemessen.

| WERTABLEITUNG DES BEWERTUNGSGUTACHTERS | | | | | | | | | | |
|--|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Mio. € | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | TV |
| Jahresüberschuss | 48 | 53 | 52 | 58 | 76 | 101 | 109 | 114 | 124 | 144 |
| Bruttoausschüttung | 48 | 53 | 52 | 58 | 76 | 101 | 109 | 114 | 124 | 144 |
| Wertbeitrag aus Ausschüttung | 39 | 43 | 42 | 47 | 61 | 81 | 87 | 91 | 99 | 72 |
| Wertbeitrag aus Thesaurierung | 10 | 11 | 10 | 12 | 15 | 20 | 22 | 23 | 25 | 72 |
| Abgeltungsteuer | -10 | -11 | -11 | -12 | -16 | -21 | -23 | -24 | -26 | -19 |
| Kursgewinnsteuer | -1 | -1 | -1 | -2 | -2 | -3 | -3 | -3 | -3 | -9 |
| Nettoausschüttung | 37 | 41 | 40 | 44 | 58 | 77 | 83 | 87 | 94 | 115 |
| Kapitalisierungszinssatz | 5,81% | 5,62% | 5,56% | 5,51% | 5,46% | 5,43% | 5,42% | 5,40% | 5,39% | 3,88% |
| Barwertfaktor | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 25,81 |
| Barwert zum Periodenbeginn | 2.246 | 2.340 | 2.431 | 2.526 | 2.621 | 2.706 | 2.776 | 2.843 | 2.910 | 2.972 |
| Barwert zum 31. März 2023 | 2.246 | | | | | | | | | |
| Aufzinsungsfaktor | | 1,005 | | | | | | | | |
| Zukunftserfolgswert zum 5. Mai 2023 | 2.259 | | | | | | | | | |

Quelle: Analyse des Bewertungsgutachters

b) INWIT

Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

251. Die Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. („INWIT“) hat ihren Sitz in Mailand, Italien. Ihre Geschäftsanschrift lautet via Gaetano Negri 1, 20123 Milan.¹³³
252. Das Grundkapital der INWIT beträgt 600.000.000 € und ist eingeteilt in insgesamt 960.200.000 nennwertlose Stammaktien¹³⁴ Die Aktien der INWIT werden mit der internationale Wertpapierkennnummer (ISIN) im regulierten Markt der Euronext Milan (ehem. Borsa Italiana) gehandelt.¹³⁵ Die Vantage Towers hält 318.533.335 Aktien bzw. 33,17 % an der INWIT.
253. Die INWIT wurde 2015 gegründet und nahm ihre Geschäftstätigkeit in dem selben Jahr durch die Ausgliederung der Funkturm-Sparte der Telecom Italia auf. Der Gegenstand des Unternehmens ist die Errichtung und der Betrieb von Infrastruktur, Anlagen und Ausrüstungen für die Verwaltung und den Handel mit elektronischen Kommunikationsdiensten, die Planung, den Bau und den Betrieb von Kommunikationsnetzen und die Bereitstellung von Infrastruktur für Kommunikationsunternehmen.
254. INWIT ist mit mehr als 11.000 Standorten der größte Funkturm-Betreiber Italiens. Im Geschäftsjahr 2021 waren durchschnittlich 232 Mitarbeiter beschäftigt.¹³⁶

Wertermittlung

255. Der Bewertungsgutachter leitet den anteiligen Wert der Beteiligung der Vantage Towers AG an der INWIT anhand des Börsenkurses bzw. der anteiligen Marktkapitalisierung ab. Hierfür wurde der nach dem Handelsvolumen gewichtete Durchschnittskurs für den Zeitraum 3. März 2023 bis 20. März 2023 zugrunde gelegt. Die Wahl dieser Referenzperiode begründet der Bewertungsgutachter mit einem sprunghaften Anstieg des Börsenkurses der INWIT am 3. März 2023 infolge der Veröffentlichung der Ergebnisse für das abgelaufene Geschäftsjahr sowie des strategischen Ausblicks und der Dividendenerwartungen.

¹³³ Vgl. Geschäftsbericht INWIT 2021, S. 53.

¹³⁴ Vgl. Geschäftsbericht INWIT 2021, S. 65.

¹³⁵ Vgl. Geschäftsbericht INWIT 2021, S. 65.

¹³⁶ Vgl. Geschäftsbericht INWIT 2021, S. 115.

256. Zur Plausibilisierung der Wertermittlung unter Berücksichtigung des Börsenkurses hat der Bewertungsgutachter eine vereinfachte Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern auf Basis einer vom Management der Vantage bereitgestellten Unternehmensplanung vorgenommen. Dieser Planung liegen Konsensusschätzungen zugrunde. Es handelt sich um eine Grobplanung der Ertragslage auf Basis der wichtigsten verfügbaren Daten (Umsatzerlöse, EBITDA, EBITDAaL und EBIT) für den Planungszeitraum. Soweit erforderlich, hat die Vantage eine Fortschreibung der Daten bis zum Jahr 2030 auf Basis verfügbarer längerfristiger Analystenprognosen vorgenommen. Dieses Vorgehen ist notwendig, da die Gesellschaft aus rechtlichen Gründen keinen Zugriff auf interne Planungsunterlagen der INWIT hat.¹³⁷
257. Den nach dem Handelsvolumen gewichteten Durchschnittskurs der Referenzperiode gibt der Bewertungsgutachter mit 11,22 € an. Daraus ergibt sich eine durchschnittliche Marktkapitalisierung in Höhe von 10.773 Mio. €. ¹³⁸ Der anteilige Wert der von Vantage gehaltenen 318.533.335 Aktien bzw. 33,17 % beträgt somit 3.574 Mio. €.
258. Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass der anhand des Börsenkurses ermittelte Wert der Beteiligung das Ergebnis der Ertragswertermittlung übersteigt.
259. Die vereinfachte Ermittlung des Ertragswertes sowie des durchschnittlichen Börsenkurses haben wir anhand eigener Analysen nachvollzogen. Wir erachten das Vorgehen des Bewertungsgutachters unter Berücksichtigung der eingeschränkten Verfügbarkeit originärer unternehmensinterner Daten der INWIT als sachgerecht.

¹³⁷ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 75.

¹³⁸ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 75 f.

c) MSA – Anpassung

260. Bestimmte MSAs der Vantage Towers sollen auf Basis bisheriger vertraglicher Vereinbarungen zeitnah angepasst werden, insbesondere im Hinblick auf künftige inflationsabhängige Preisanpassungen. Diese beabsichtigte Anpassung ist in der bisherigen Planung der Vantage Towers nicht berücksichtigt worden.
261. Der Bewertungsgutachter hat vor diesem Hintergrund die Auswirkungen aus diesen vertraglichen Veränderungen im Rahmen eines Sonderwerts werterhöhend berücksichtigt, in dem die erwarteten positiven Zahlungsströme aus der Anpassung dieser vertraglichen Regelungen diskontiert wurden und der ermittelte Barwert separat als Sonderwert im Rahmen der Wertableitung der Vantage Towers berücksichtigt wurde.
262. Wir haben die Ermittlung des Sonderwerts durch den Bewertungsgutachter nachvollzogen und erachten die Ableitung als plausibel. Darüber hinaus sehen wir keine Hinweise, dass die Beurteilung und Berücksichtigung dieses Sachverhalts zum Nachteil der Minderheitsaktionäre vorgenommen wurde.

d) Verwaltungsgesellschaften

263. Die Beteiligungen an der Vantage Towers Erste Verwaltungsgesellschaft mbH sowie der Vantage Towers Zweite Verwaltungsgesellschaft mbH hat der Bewertungsgutachter mit ihrem bilanziellen Eigenkapital in Höhe von jeweils rd. 0,025 Mio. € bewertet. Da die beiden Gesellschaften nicht operativ tätig sind, erachten wir dieses Vorgehen als sachgerecht.

10. Unternehmenswert und Wert je Aktie

264. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Vantage Towers ergibt sich aus der Diskontierung der Summe der Nettoausschüttungen inklusive der Wertbeiträge aus der Thesaurierung mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz zuzüglich der Sonderwerte. Der Bewertungsgutachter hat den Ertragswert mathematisch richtig zum technischen Bewertungsstichtag 31. März 2023 berechnet. Zum Bewertungsstichtag 5. Mai 2023 ergibt sich folgender Unternehmenswert sowie Wert je Aktie der Vantage Towers:

| WERTABLEITUNG DES BEWERTUNGSGUTACHTERS | | | | | | | | | | |
|---|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Mio. € | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 | 2026/27 | 2027/28 | 2028/29 | 2029/30 | 2030/31 | 2031/32 | TV |
| Jahresüberschuss | 353 | 374 | 410 | 405 | 438 | 453 | 478 | 501 | 515 | 588 |
| Wachstumsthesaurierung | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 79 |
| Bruttoausschüttung | 353 | 374 | 410 | 405 | 438 | 453 | 478 | 501 | 515 | 667 |
| Wertbeitrag aus Ausschüttung | 282 | 299 | 328 | 324 | 351 | 363 | 382 | 401 | 412 | 334 |
| Wertbeitrag aus Thesaurierung | 71 | 75 | 82 | 81 | 88 | 91 | 96 | 100 | 103 | 334 |
| Abgeltungsteuer | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -96 | -109 | -88 |
| Kursgewinnsteuer | -9 | -10 | -11 | -11 | -12 | -12 | -13 | -13 | -14 | -44 |
| Nettoausschüttung | 343 | 364 | 399 | 394 | 427 | 441 | 466 | 392 | 393 | 535 |
| Kapitalisierungszinssatz | 6,48% | 6,58% | 6,67% | 6,52% | 6,53% | 6,34% | 6,32% | 6,30% | 6,15% | 4,62% |
| Barwertfaktor | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 21,66 |
| Barwert zum Periodenbeginn | 9.267 | 9.524 | 9.787 | 10.040 | 10.301 | 10.547 | 10.775 | 10.990 | 11.290 | 11.591 |
| Barwert zum 31. März 2023 | 9.267 | | | | | | | | | |
| Aufzinsungsfaktor | 1,006 | | | | | | | | | |
| Zukunftserfolgswert zum 5. Mai 2023 | 9.323 | | | | | | | | | |
| Sonderwert - INWIT | 3.574 | | | | | | | | | |
| Sonderwert - Cornerstone | 1.129 | | | | | | | | | |
| Sonderwert - Verwaltungsgesellschaften | 0 | | | | | | | | | |
| Sonderwert - MSA | 57 | | | | | | | | | |
| Zukunftserfolgswert zum 5. Mai 2023 (inkl. Sonderwerten) | 14.084 | | | | | | | | | |
| Anzahl der Aktien (Tsd.) | 505.782 | | | | | | | | | |
| Wert je Aktie | 27,85 | | | | | | | | | |

Quelle: Analyse des Bewertungsgutachters

265. Zur Aufzinsung des Wertes vom technischen Bewertungsstichtag auf den Bewertungsstichtag hat der Bewertungsgutachter den spezifischen Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres verwendet und zinst die Summe der Barwerte zum 31. März 2023 um 35 Tage auf den 5. Mai 2023 auf.
266. Wir haben die Ableitung des Unternehmenswerts sowie die Abfindung je Aktie rechnerisch und methodisch ohne Beanstandungen nachvollzogen.

III. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

1. Vergleichsorientierte Marktbewertung

267. Eine vergleichende Marktbewertung kann grundsätzlich über die Ermittlung von Wertbandbreiten auf Basis einer Multiplikator-Analyse oder branchenspezifische Bewertungsmethoden erfolgen.
268. Der Wert des Unternehmens kann sich bei der Multiplikator-Analyse als Produkt einer Bezugsgröße des Unternehmens (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) und dem entsprechenden Multiplikator von börsennotierten Vergleichsunternehmen einerseits („Trading Multiplikatoren“ oder „Börsenmultiplikatoren“) oder aus vergleichbaren Transaktionen andererseits („Transaktions-Multiplikatoren“) abgeleitet werden.
269. Vereinfachte Preisfindungsverfahren, wie z.B. Verfahren auf Basis von Ergebnis- oder Umsatzmultiplikatoren, können zur Plausibilitätskontrolle des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden.¹³⁹ Ein Rückgriff auf eine Multiplikatoranalyse kann eine fundierte Unternehmensbewertung nicht ersetzen. Sie kann jedoch ergänzend Anhaltspunkte für eine Einschätzung des mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Wertes liefern.
270. Der Bewertungsgutachter hat den nach dem Ertragswertverfahren und somit auf der Basis dezidiert interner Informationen und betriebswirtschaftlicher Grundsätze ermittelten (fundamentalen) Unternehmenswert der Vantage Towers mit Hilfe von EBITDAaL-Trading-Multiplikatoren anhand der Peer Group plausibilisiert, die auch bei der Ermittlung des Betafaktors herangezogen worden ist.
271. Der mithilfe des Ertragswertverfahrens berechnete Wert der Vantage Towers liegt am unteren Ende, jedoch noch innerhalb der anhand von EBITDAaL-Multiplikatoren aufgeschlagenen Wertbandbreite. Vor dem Hintergrund der guten Vergleichbarkeit der Peer Group erachten wir einen Wert innerhalb der Bandbreite von Multiplikatoren als sachgerecht.
272. Wir haben die Ableitung der Multiplikatoren nachvollzogen und anhand eigener Analysen, die wir auf Grundlage von Daten des Informationsanbieters S&P Global Market Intelligence durchgeführt haben, plausibilisiert. Auf Basis unserer Analysen kommen wir zu ähnlichen Ergebnissen.

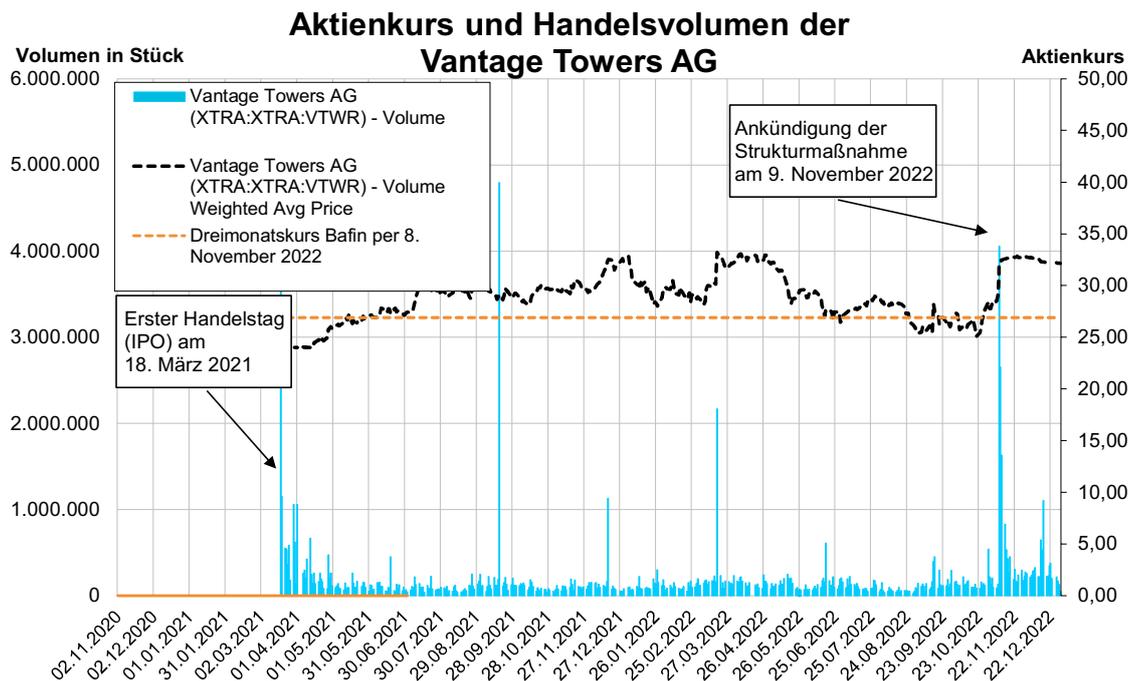
¹³⁹ Vgl. IDW S 1, Abschnitt 8.3.4.

273. Auf die Erhebung von EBIT-Multiplikatoren haben wir verzichtet, da die EBIT u.a. aufgrund der unterschiedlichen Abschreibungsvorschriften nach IFRS und HGB nicht hinreichend vergleichbar sind.

2. Marktkapitalisierung

274. Da die Aktien der Vantage Towers an Börsen gehandelt werden, liegen Börsenkurse vor, die grundsätzlich zur Plausibilitätsbeurteilung des fundamentalanalytisch ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden können.¹⁴⁰

275. Allerdings kann der Börsenkurs durch besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, verzerrt sein und nicht den Verkehrswert der Vantage Towers widerspiegeln. Deshalb ist die Entwicklung über einen längeren Zeitraum zu analysieren. Hierfür haben wir für den Zwei-Jahres-Zeitraum vor dem 9. November 2022¹⁴¹ Börsenkurs und Handelsvolumen der Vantage Towers-Aktie ermittelt. Diese entwickeln sich wie folgt:



Quelle: S&P Global Market Intelligence, eigene Analysen.

¹⁴⁰ Rechtlich ist nach der „Stollwerck“-Rechtsprechung des BGH allein der Durchschnittskurs für den vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme endenden Dreimonatszeitraum relevant.

¹⁴¹ Der IPO der Vantage Towers vom 18. März 2021 fällt in diesen Zeitraum.

276. Es ist deutlich erkennbar, dass der Börsenkurs der Aktie der Vantage Towers AG spätestens seit der Mitteilung vom 9. November 2022 und dem damit verbundenen Übernahmeangebot in Höhe von 32,00 € je Aktie verzerrt ist und demzufolge nicht mehr den Verkehrswert der Vantage Towers widerspiegelt. Vor diesem Hintergrund kann die Marktkapitalisierung nur eingeschränkt zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts der Vantage Towers herangezogen werden.
277. Der von der BaFin berechnete Mindestpreis der Aktien der Vantage Towers beträgt zum Stichtag 8. November 2022 26,89 €. ¹⁴² Die sich daraus ergebende Marktkapitalisierung der Vantage Towers von rd. 13.600 Mio. € liegt unterhalb des fundamental ermittelten Werts von 14.084 Mio. €.

¹⁴² Vgl. § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO.

IV. Ableitung von angemessener Abfindung und angemessenem Ausgleich

a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG

278. Der aus dem nach dem Ertragswertverfahren zuzüglich Sonderwerten ermittelte Unternehmenswert der Vantage Towers quotat, d.h. durch Division durch die Anzahl der Aktien¹⁴³, ermittelte Wert beträgt 27,85 € je Stückaktie.
279. Die Aktien der Vantage Towers werden aktuell an Börsen gehandelt.¹⁴⁴ Die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts¹⁴⁵, nach der grundsätzlich der Börsenkurs die Untergrenze der Abfindung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen ist, findet daher Anwendung.
280. Nach dem Bundesgerichtshof ist dabei grundsätzlich der Durchschnittskurs für den vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme endenden Dreimonatszeitraum heranzuziehen.¹⁴⁶ 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, ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen.¹⁴⁷ Die Frage, wann ein solcher „längerer Zeitraum“ vorliegt, ist in der Rechtsprechung nicht abschließend geklärt. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten wird in der Literatur und Rechtsprechung jedoch als unkritisch angesehen.¹⁴⁸
281. Die Oak hat in der Veröffentlichung über die Entscheidung zur Abgabe des öffentlichen Übernahmeangebots vom 9. November 2022 ausdrücklich auf ihre Absicht, einen BGAV mit der Vantage Towers abschließen zu wollen, hingewiesen. Vantage Towers hat diese Absicht in ihrer Ad-hoc Mitteilung vom selbem Tag ausdrücklich zur Kenntnis genommen. Somit werden bis zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 5. Mai 2023 rund sechs Monate liegen. Ein längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung des BGH liegt demnach nicht vor.

¹⁴³ 505.782.265 nennwertlose, auf den Namen lautende Stückaktien.

¹⁴⁴ Vgl. Abschnitt D.II.3.a).

¹⁴⁵ Vgl. Beschluss des BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27. April 1999, BVerfG 100, 289.

¹⁴⁶ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 - Az. II ZB 18/09 AG 2010, S. 629 ff. (Stollwerck).

¹⁴⁷ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 - Az. II ZB 18/09, AG 2010 S. 629 ff. (Stollwerck), wiederholt mit Beschluss vom 28. Juni 2011, II ZB 2/00, AG 2011, S. 590 f.

¹⁴⁸ Vgl. beispielhaft Koch in Koch, AktG, 16. Aufl. 2022, § 305 Rn. 44 m.w.N.; OLG Stuttgart vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, Tz. 250.

282. Der Bewertungsgutachter hat bei der Ermittlung des Referenzzeitraums auf eine Referenzperiode, die mit Ablauf des 8. November 2022 endet, abgestellt und richtigerweise darauf verwiesen, dass nach der Rechtsprechung im Hinblick auf den dreimonatigen Referenzzeitraum nicht erforderlich ist, dass alle Voraussetzungen für die Umsetzung der angekündigten Strukturmaßnahme bereits eingetreten sein müssen, sondern die Umsetzung der Strukturmaßnahme zum Zeitpunkt der Bekanntgabe aus Sicht des Kapitalmarkts wahrscheinlich ist.¹⁴⁹ Unter Berücksichtigung der ergänzenden Erläuterungen des Bewertungsgutachters ist davon auszugehen, dass der Kapitalmarkt von der Umsetzung einer Strukturmaßnahme ausgegangen ist. Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters erachten wir daher als angemessen.
283. Der Börsenkurs ist nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zumindest dann nicht als Wertuntergrenze heranzuziehen, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt werden oder aufgrund von Sondereinflüssen nicht den Verkehrswert der Aktien widerspiegeln.¹⁵⁰ Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, auf Grund einer Marktengpass der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern, oder der Börsenkurs manipuliert ist.¹⁵¹ Als Grundlage für die Einschätzung, ob eine Marktengpass vorliegt, kann man die Vorgaben des § 5 WpÜG-Angebotsverordnung heranziehen, der zufolge eine Marktengpass dann vorliegt, wenn für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Strukturmaßnahme an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen.
284. Anhand unserer Analysen teilen wir die Einschätzung des Bewertungsgutachters, dass keine Marktengpass im Sinne von § 5 Absatz 4 WpÜG-Angebotsverordnung vorliegt und somit der Börsenkurs als Wertuntergrenze heranzuziehen ist.

¹⁴⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 91.

¹⁵⁰ Vgl. BVerfG vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfG 100, 289.

¹⁵¹ Vgl. BGH vom 12. März 2001, II ZB 15/00, a.a.O.

285. Der Bewertungsgutachter gibt den durchschnittlichen Börsenkurs der Referenzperiode für die Stückaktien unter Berücksichtigung des von der BaFin mitgeteilten gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurses bis einschließlich dem Stichtag 8. November 2022¹⁵² in Höhe von 26,89 € an.¹⁵³ Das entspricht einer Marktkapitalisierung der Vantage von rd. 13.600 Mio. €. Diesen Wert haben wir durch Einsichtnahme in die Mitteilung der BaFin und anhand einer eigenen Erhebung von Börsenkursen verifiziert.
286. Die im Bewertungsgutachten ermittelten Börsenkurse der Aktien der Vantage Towers übersteigen nicht die auf Basis des Ertragswertverfahrens unter Berücksichtigung der Sonderwerte ermittelten quotalen Werte je Aktie. Für die Ermittlung der den ausscheidenden Aktionären der Vantage Towers zu gewährenden Abfindung wurde dementsprechend der Ertragswert unter Berücksichtigung der Sonderwerte zur Ermittlung der Abfindungshöhe herangezogen.
287. Bei der Bewertung der Vantage Towers traten besondere Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG im Hinblick auf die Verfügbarkeit von Informationen über die INWIT auf.
288. Die Beteiligung der Vantage Towers an der INWIT wurde in der Wertermittlung als ein wesentlicher Sonderwert berücksichtigt. Vantage Towers ist lediglich zu 33,17 % an der börsennotierten INWIT beteiligt und erhält aus rechtlichen Gründen keine über die allgemeine Kapitalmarktinformation hinausgehenden Informationen. Daher liegen Vantage Towers keine internen Planungsdaten sowie daraus entwickelte Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Plan-Kapitalflussrechnungen vor.
289. Allerdings sind die Aktien der INWIT an der Börse Euronext Milan (ehem. Borsa Italiana) notiert und werden regelmäßig gehandelt, so dass sich aus den Börsenkursen der Aktie der INWIT die Börsenkapitalisierung und der Wert der von Vantage Towers gehaltenen Anteile an INWIT ableiten lassen.
290. Der besonderen Schwierigkeit hinsichtlich der Informationsbeschaffung von INWIT wurde darüber hinaus auch dadurch begegnet, dass das Management der Vantage Towers auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen, insbesondere Konsensus-Analystenschätzungen, eine Prognose der finanziellen Überschüsse der INWIT vorgenommen hat, aus der der Bewertungsgutachter zur Plausibilisierung des Börsenwerts der Beteiligung der Vantage Towers an INWIT den Ertragswert der INWIT abgeleitet hat.

¹⁵² Gemäß § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO.

¹⁵³ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 91 f.

291. Mit der Börsenkapitalisierung der INWIT und der auf Basis von Analystenschätzungen durch Vantage Towers erstellten Planung liegen nach unserer Überzeugung ausreichende Bewertungsgrundlagen für INWIT vor, so dass der rechtlich nicht mögliche Zugriff auf interne Daten der INWIT zu keiner Einschränkung unseres Prüfungsurteils führt.
292. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 27. März 2023 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Vantage Towers über den BGAV am 5. Mai 2023 wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Vantage Towers ergeben, wären diese bei der Bemessung der Abfindung ergänzend zu berücksichtigen.
293. Als Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass die angebotene Abfindung angemessen ist.

b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG

294. Grundlage für die Ermittlung der Ausgleichszahlung ist der Unternehmenswert der Vantage Towers zum 5. Mai 2023. Zur Ermittlung der Ausgleichszahlung hat der Bewertungsgutachter hieraus den auf eine Aktie entfallenden Unternehmenswert von 1,49 € je Aktie der Vantage Towers abgeleitet.¹⁵⁴
295. Bei der Verrentung des Unternehmenswerts ist der Bewertungsgutachter von einem risiko- und laufzeitäquivalenten Zinssatz ausgegangen. Diesen hat er unter Würdigung der aus dem BGAV resultierenden spezifischen Risikosituation der außenstehenden Aktionäre nach dem sog. „Mittelwertansatz“ ermittelt. Dementsprechend hat der Bewertungsgutachter nicht den (vollen) zur Ermittlung der Abfindung zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssatz herangezogen, sondern bei der Verzinsung des Unternehmenswerts den Basiszinssatz zzgl. des Mittelwerts aus dem Kapitalisierungszinssatz zur Ermittlung des Ertragswerts und dem als risikolos erachteten Basiszinssatz zu Grunde gelegt.
296. Diese Vorgehensweise ist in der Rechtsprechung anerkannt¹⁵⁵ sowie in der Bewertungspraxis üblich für Fälle, in denen der BGAV keine Klausel zum Wiederaufleben des Abfindungsangebots bei Kündigung des BGAV beinhaltet.

¹⁵⁴ Vgl. Bewertungsgutachten S. 93 f.

¹⁵⁵ Vgl. auch LG München I vom 31. Juli 2015, 5 HKO 16371/13, mit Verweis auf weitere Rechtsprechung, BeckRS 2015, 13240.

297. Auf dieser Basis ergibt sich ein Betrag nach persönlichen Steuern i.H.v. 1,10 € je Aktie. Die Ausgleichszahlung vor persönlicher Einkommensteuer beträgt dementsprechend 1,49 € je Aktie.
298. Der Bruttogewinnanteil entspricht der Verrentung des Unternehmenswertes vor Abzug von Körperschaftsteuer und beträgt 1,60 € je Stückaktie. Zur Ermittlung der Ausgleichszahlung ist vom Bruttogewinnanteil der von der Vantage Towers zu entrichtende Betrag für die Körperschaftsteuer inkl. Solidaritätszuschlag in Abzug zu bringen. Die Körperschaftsteuer inkl. Solidaritätszuschlag beträgt zum Bewertungszeitpunkt 15,825 %.¹⁵⁶ Damit ergibt sich ein körperschaftsteuerlicher Abzugsbetrag von 0,11 € je Stückaktie.
299. Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung am 27. März 2023 und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Vantage Towers über den Abschluss des BGAV am 5. Mai 2023 wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der Vantage Towers ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Ausgleichszahlung noch zu berücksichtigen.

¹⁵⁶ Bei Änderung der KSt-/SolZ-Steuersätze verändert sich die Ausgleichszahlung nach Kst/SolZ gem. 4.2 des BGAV entsprechend.

E. Abschließende Erklärung

300. Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtmäßigen Prüfung gemäß §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG auf Basis der uns vorgelegten Urkunden, Bücher und Schriften sowie der uns erteilten Auskünfte und Nachweise erklären wir Folgendes.
301. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Oak und der Vantage Towers entspricht den gesetzlichen Vorschriften.
302. Die festgelegte Abfindung in Höhe von 27,85 € je Aktie ist angemessen.
303. Bei der Ableitung der Ausgleichszahlung wurde eine Unterteilung in eine mit Körperschaftsteuer belastete und eine nicht mit Körperschaftsteuer belastete Komponente vorgenommen.
304. Die angemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG beträgt je Aktie 1,60 € (Bruttogewinnanteil) abzüglich eines von der Vantage Towers zu entrichtenden Betrags für Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag. Dieser ist unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes zu ermitteln. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung (15 % KSt zzgl. 5,5 % SolZ)¹⁵⁷ ergibt sich ein Abzugsbetrag von 0,11 € je Aktie. Der festgelegte Ausgleich beträgt somit 1,49 € je Aktie der Vantage Towers.
305. Der aus dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der Vantage Towers quotiert, d.h. durch Division durch die Anzahl der Stückaktien¹⁵⁸, ermittelte Wert je Aktie beträgt 27,85 €. Da die Aktien der Gesellschaft börsengehandelt sind, war der durchschnittliche Börsenkurs der Aktien der Vantage Towers in der Referenzperiode in Höhe von 26,89 € bei der Bemessung der Abfindung als Untergrenze zu beachten. Der durchschnittliche Börsenkurs des Referenzzeitraums ist geringer als der ermittelte Ertragswert je Aktie der Vantage Towers. Daher entspricht die Abfindung dem Ertragswert je Aktie in Höhe von 27,85 €.
306. Die Ermittlung der Abfindung und Ausgleich je Aktie durch den Bewertungsgutachter Grant Thornton AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, ist sachgerecht durchgeführt worden.

¹⁵⁷ Bei Änderung der KSt-/SolZ-Steuersätze verändert sich die Ausgleichszahlung nach Kst/SolZ gem. 4.2 des BGAV entsprechend.

¹⁵⁸ 505.782.265 nennwertlose, auf den Namen lautende Stückaktien.

307. Wir erteilen daher die abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die vorgesehene Abfindung von 27,85 € je Aktie angemessen. Ebenso ist die Ausgleichszahlung nach § 304 AktG i.H.v. 1,60 € je Aktie abzüglich eines von der Vantage Towers zu entrichtenden Betrags für Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag angemessen. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung von 15,0 % KSt zzgl. 5,5 % SolZ ergibt sich ein Abzugsbetrag von 0,11 € je Aktie. Der festgelegte Ausgleich beträgt somit 1,49 € je Aktie der Vantage Towers AG und ist angemessen.“

Düsseldorf, den 27. März 2023

I-ADVISE AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Dr. Jochen Beumer
Wirtschaftsprüfer

Frank Sichau
Wirtschaftsprüfer



ANLAGEN

Anlage 1: Kurzbeschreibung der Peer Group

Cellnex Telecom, S.A. ist ein in Spanien ansässiger Betreiber von Telekommunikations- und Rundfunkinfrastrukturen. Größtes Segment des Unternehmens ist der Bereich Telekommunikationsinfrastruktur mit einem Umsatzanteil von 87 %. Im Jahr 2021 erzielte Cellnex einen Umsatz in Höhe von 2,4 Mrd. €.

Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. ("INWIT") ist ein italienisches Unternehmen im Bereich der elektronischen Kommunikationsinfrastrukturen. Die Haupttätigkeit des Unternehmens besteht in der Errichtung und dem Betrieb der passiven Infrastruktur von Kommunikationsstandorten, die aus Bauwerken (wie Türmen, Pylonen und Masten) und technischen Systemen besteht. Der Gesamtumsatz des Unternehmens betrug in 2021 785 Mio. €.

American Tower Corporation besitzt und betreibt ein Portfolio aus ca. 219.000 Standorten mit passiver Infrastruktur. Das US-Unternehmen ist weltweit tätig, der geografische Fokus liegt auf den USA und Kanada. 2021 generierte American Tower Umsatzerlöse in Höhe von 8,2 Mrd. €.

Crown Castle Inc. ist ein Anbieter von Telekommunikationsinfrastruktur in den USA. Mit einem Umsatzanteil von 72 % war das Funkturmsegment im Jahr 2022 das größte Segment des Unternehmens, die verbleibenden Umsatzerlöse wurden mit dem Bereich „Fiber“ erzielt. 2022 generierte Crown Castle Umsatzerlöse von 6,5 Mrd. €.

SBA Communications Corporation ist Eigentümer und Betreiber von drahtloser Kommunikationsinfrastruktur, darunter freistehende Masten, Dachstandorte, DAS und small cell-Standorte. Das Unternehmen ist in Nord-, Mittel- und Südamerika, Afrika und den Philippinen tätig und erzielte 2021 einen Umsatz von 2,0 Mrd. €.

Beglaubigte Abschrift

35 O 10/23 [AktE]



Landgericht Düsseldorf

Beschluss

In dem Verfahren nach dem AktG
Vantage Towers AG u.a.

zur Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der
Vantage Towers AG und der Oak Holdings GmbH

an dem beteiligt sind:

Vantage Towers AG, vertreten durch ihren Vorstand, Prinzenallee 11-13, 40549
Düsseldorf,

Oak Holdings GmbH, vertreten durch ihren Geschäftsführer, Ferdinand-Braun-Platz
1, 40459 Düsseldorf,

Antragstellerinnen,

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf
am 12. Januar 2023

durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. Vomhof

beschlossen:

Für die Prüfung des beabsichtigten Beherrschungs- und
Gewinnabführungsvertrages zwischen der Vantage Towers AG als
beherrschtem Unternehmen und der Oak Holdings GmbH als
herrschenden Unternehmen wird

**I-ADVISE AG (Wirtschaftsprüfungsgesellschaft),
Klaus-Bungert-Straße 5a, 40468 Düsseldorf**

als Vertragsprüfer bestellt, § 293c AktG.

Die Kosten des Verfahrens tragen die Antragstellerinnen.

Der Geschäftswert wird auf **50.000,00 €** festgesetzt; § 36 GNotKG.

Gründe:

Der bestellte Vertragsprüfer erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung vom 12. Dezember 2022 die Bedingungen der einschlägigen Vorschriften des AktG und seiner Bestellung stehen insbesondere keine Hinderungsgründe nach §§ 293d Abs. 1 Satz 1 und 2 AktG in Verbindung mit §§ 319 Abs. 2 bis 4, 319b Abs. 1 HGB und Art. 5 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 537/ 2014, §§ 43 ff. WPO entgegen.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Entscheidung besteht die Möglichkeit der Beschwerde. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden. Die Beschwerde ist binnen einer Frist von einem Monat bei dem Landgericht Düsseldorf (Werdener Straße 1, 40227 Düsseldorf oder Postfach 103461, 40025 Düsseldorf) einzulegen. Die Frist beginnt jeweils mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses an die Beteiligten. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Die Beschwerde ist bei dem Gericht einzulegen, dessen Beschluss angefochten wird. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird und soll begründet werden.

Der Vorsitzende

Dr. Vomhof
Vorsitzender Richter am
Landgericht

Beglaubigt
Urku ndsbeamter/in der Geschäftsstelle
Landgericht Düsseldorf



Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen

OAK HOLDINGS GMBH

Ferdinand-Braun-Platz 1, 40549 Düsseldorf,

eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf (HRB 98923)

und

VANTAGE TOWERS AG

Prinzenallee 11-13, 40549 Düsseldorf,

eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Düsseldorf (HRB 92244)

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag **(„Vertrag“)**

zwischen der

- (1) **Oak Holdings GmbH**, mit Sitz in Düsseldorf, Deutschland und der Geschäftsanschrift Ferdinand-Braun-Platz 1, 40549 Düsseldorf, eingetragen im Handelsregister beim Amtsgericht Düsseldorf unter HRB 98923,

- nachstehend „**Oak Holdings**“ genannt -

und der

- (2) **Vantage Towers AG** mit Sitz in Düsseldorf, Deutschland und der Geschäftsanschrift Prinzenallee 11-13, 40549 Düsseldorf, eingetragen im Handelsregister beim Amtsgericht Düsseldorf unter HRB 92244,

- nachstehend „**Vantage Towers**“ genannt -

1 Leitung und Weisungen

- 1.1** Vantage Towers unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft der Oak Holdings. Oak Holdings ist demgemäß berechtigt, dem Vorstand der Vantage Towers hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft Weisungen zu erteilen. Der Vorstand der Vantage Towers ist gemäß § 308 AktG verpflichtet, den Weisungen der Oak Holdings Folge zu leisten.
- 1.2** Oak Holdings ist aufgrund des Weisungsrechts der vorstehenden Ziffer 1.1 nicht berechtigt, dem Vorstand der Vantage Towers die Weisung zu erteilen, diesen Vertrag zu ändern, aufrechtzuerhalten oder zu beenden.
- 1.3** Unbeschadet des Weisungsrechts der Oak Holdings obliegen die Geschäftsführung und die Vertretung der Vantage Towers weiterhin dem Vorstand.
- 1.4** Weisungen bedürfen der Textform, oder sind, falls die Weisungen mündlich erteilt werden, unverzüglich in Textform zu bestätigen.

2 Gewinnabführung

- 2.1** Vantage Towers verpflichtet sich, ihren gesamten Gewinn an Oak Holdings abzuführen. Abzuführen ist, vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rücklagen gemäß nachstehenden Ziffern 2.2 und 2.3, der sich gemäß den Bestimmungen des § 301 Aktiengesetz („**AktG**“) in seiner jeweils gültigen Fassung ergebende Höchstbetrag der Gewinnabführung.
- 2.2** Vantage Towers kann mit schriftlicher Zustimmung der Oak Holdings Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 Handelsgesetzbuch („**HGB**“)) einstellen, sofern dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist.
- 2.3** Vorbehaltlich der Bestimmungen des § 301 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung sind während der Dauer dieses Vertrags gebildete andere Gewinnrücklagen gemäß § 272 Abs. 3 HGB auf entsprechendes schriftliches Verlangen der Oak Holdings aufzulösen und zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages, der ohne die Verlustübernahmeverpflichtung nach

Ziffer 3 dieses Vertrags entstehen würde, zu verwenden oder als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen und ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Wirksamkeit dieses Vertrags stammt, dürfen weder als Gewinn an Oak Holdings abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages verwendet werden.

- 2.4** Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals für das gesamte Geschäftsjahr von Vantage Towers, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 6.2 wirksam wird. Die Verpflichtung nach Ziffer 2.1 Satz 1 wird jeweils am Ende eines Geschäftsjahrs von Vantage Towers fällig und ist ab diesem Zeitpunkt mit dem gesetzlich vorgesehenen Zinssatz (§§ 352, 353 HGB) zu verzinsen.

3 Verlustübernahme

- 3.1** Oak Holdings ist gemäß den Bestimmungen des § 302 AktG in seiner jeweils gültigen Fassung verpflichtet, jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrag der Vantage Towers auszugleichen.
- 3.2** Die Verpflichtung zum Verlustausgleich besteht erstmals für das gesamte Geschäftsjahr von Vantage Towers, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 6.2 wirksam wird. Ziffer 2.4 Satz 2 gilt für die Verpflichtung zum Verlustausgleich entsprechend.

4 Ausgleichszahlung

- 4.1** Oak Holdings verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären der Vantage Towers ab dem Geschäftsjahr der Vantage Towers, für das erstmals der Anspruch der Oak Holdings auf Gewinnabführung gemäß Ziffer 2 besteht, für die Dauer dieses Vertrags eine wiederkehrende Geldleistung („**Ausgleichszahlung**“) zu zahlen.
- 4.2** Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der Vantage Towers für jede auf den Namen lautende Stückaktie der Vantage Towers mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 (jede einzelne eine „**Vantage Towers-Aktie**“ und zusammen die „**Vantage Towers-Aktien**“) brutto EUR 1,60 abzüglich eines Betrages für die Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Steuersatz, wobei dieser Abzug nur auf den in dem Bruttobetrag enthaltenden Teilbetrag von EUR 0,68 je Vantage Towers-Aktie vorzunehmen ist, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne von Vantage Towers bezieht. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags gelangen auf den anteiligen Bruttobetrag von EUR 0,68 je Vantage Towers-Aktie, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne der Vantage Towers bezieht, 15 % Körperschaftsteuer zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag, d.h. EUR 0,11, zum Abzug. Zusammen mit dem übrigen anteiligen Bruttobetrag von EUR 0,92 je Vantage Towers-Aktie, der sich auf die nicht mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne bezieht, ergibt sich daraus nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrags eine Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 1,49 je Vantage Towers-Aktie für ein volles Geschäftsjahr. Klarstellend wird vereinbart, dass, soweit gesetzlich vorgeschrieben, anfallende Quellensteuern (etwa Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) von der Ausgleichszahlung einbehalten werden. Die Ausgleichszahlung ist am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der Vantage Towers für das abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf dieses Geschäftsjahrs fällig.
- 4.3** Die Ausgleichszahlung wird erstmals für das gesamte Geschäftsjahr von Vantage Towers gewährt, für das der Anspruch auf Gewinnabführung der Oak Holdings gemäß Ziffer 2

wirksam wird. Sofern der Vertrag während eines Geschäftsjahrs der Vantage Towers endet oder Vantage Towers während des Zeitraums, für den die Verpflichtung zur Gewinnabführung gemäß Ziffer 2 gilt, ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich die Ausgleichszahlung zeitanteilig.

- 4.4** Im Falle einer Erhöhung des Grundkapitals der Vantage Towers aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien vermindert sich die Ausgleichszahlung je Vantage Towers-Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Ausgleichszahlung unverändert bleibt. Wird das Grundkapital der Vantage Towers durch Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 4 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung aus den neuen Aktien gemäß dieser Ziffer 4 ergibt sich aus der von Vantage Towers bei Ausgabe der neuen Aktien festgesetzten Gewinnanteilsberechtigung.
- 4.5** Falls ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Ausgleichszahlung festsetzt, können auch die bereits nach Maßgabe der Ziffer 5 abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlungen verlangen. Ebenso werden alle übrigen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich Oak Holdings gegenüber einem außenstehenden Aktionär von Vantage Towers in einem gerichtlichen Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens zu einer höheren Ausgleichszahlung verpflichtet.

5 Abfindung

- 5.1** Oak Holdings verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Vantage Towers dessen Vantage Towers-Aktie gegen eine Barabfindung („**Abfindung**“) in Höhe von EUR 27,85 je Vantage Towers-Aktie zu erwerben.
- 5.2** Die Verpflichtung der Oak Holdings zum Erwerb der Vantage Towers-Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der Vantage Towers nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung des Ausgleichs oder der Abfindung durch das in § 2 Spruchverfahrensgesetz („**SpruchG**“) bestimmte Gericht bleibt unberührt. In diesem Fall endet die Frist zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist.
- 5.3** Falls bis zum Ablauf der in Ziffer 5.2 genannten Frist das Grundkapital der Vantage Towers aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Abfindung je Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung unverändert bleibt. Wird das Grundkapital der Vantage Towers bis zum Ablauf der in Ziffer 5.2 genannten Frist durch Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 5 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung.
- 5.4** Die Übertragung der Vantage Towers-Aktie gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre der Vantage Towers kostenfrei.
- 5.5** Falls ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Abfindung verlangen. Ebenso werden alle übrigen außenstehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich Oak Holdings gegenüber einem außenstehenden Aktionär der Vantage Towers in einem gerichtlichen Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens zu einer höheren Abfindung verpflichtet.

6 Wirksamwerden, Dauer und Kündigung dieses Vertrags

- 6.1** Dieser Vertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit jeweils der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der Oak Holdings und der Hauptversammlung der Vantage Towers.
- 6.2** Dieser Vertrag wird mit seiner Eintragung im Handelsregister des Sitzes der Vantage Towers wirksam und gilt – mit Ausnahme des Weisungsrechts gemäß vorstehender Ziffer 1 – rückwirkend ab Beginn des Geschäftsjahrs der Vantage Towers, in dem die Eintragung des Vertrags im Handelsregister der Vantage Towers erfolgt.
- 6.3** Der Vertrag wird auf unbestimmte Zeit geschlossen. Er kann mit einer Frist von sechs Monaten zum Ablauf eines Geschäftsjahrs der Vantage Towers gekündigt werden. Der Vertrag kann erstmals zum Ende des Geschäftsjahrs gekündigt werden, das mindestens fünf Zeitjahre (60 Monate) nach dem Beginn des Geschäftsjahrs der Vantage Towers endet, (i) von dessen Beginn an die finanzielle Eingliederung im Sinne des § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 Körperschaftsteuergesetz („KStG“) erstmals vorliegt, und (ii) in dem dieser Vertrag wirksam ist.
- 6.4** Jede Partei kann diesen Vertrag aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen. Ein wichtiger Grund liegt insbesondere vor, wenn ein wichtiger Grund im steuerlichen Sinne für die Beendigung dieses Vertrags einschließlich solcher nach R 14.5 (6) KStR (oder einer entsprechenden Nachfolgevorschrift) gegeben ist.
- 6.5** Jede Kündigung bedarf der Schriftform.
- 6.6** Im Falle der Vertragsbeendigung während eines Geschäftsjahrs der Vantage Towers ist Vantage Towers zur Abführung ihres Gewinns gemäß vorstehender Ziffer 2 oder Oak Holdings zum Ausgleich der Verluste der Vantage Towers gemäß vorstehender Ziffer 3 bis zum Zeitpunkt der Vertragsbeendigung verpflichtet.

7 Schlussbestimmungen

- 7.1** Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags einschließlich dieser Ziffer 7.1 bedürfen der Schriftform.
- 7.2** Soweit eine Bestimmung dieses Vertrags ganz oder teilweise unwirksam oder undurchführbar ist oder wird, oder im Vertrag sich eine Lücke befindet, wird dadurch die Gültigkeit der übrigen Bestimmungen nicht berührt. Anstelle der unwirksamen oder unanwendbaren Bestimmungen oder zur Ausfüllung der Lücke soll eine angemessene Regelung gelten, die im Rahmen des rechtlich Zulässigen dem am nächsten kommt, was die Vertragsparteien gewollt haben oder nach dem Sinn und Zweck dieses Vertrags gewollt hätten, sofern sie den Punkt bedacht hätten.

*(*** Unterschriftenseite folgt ***)*

Düsseldorf, [Datum]

Oak Holdings GmbH

Geschäftsführer

Geschäftsführer

Düsseldorf, [Datum]

Vantage Towers AG

Mitglied des Vorstands

Mitglied des Vorstands

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

- a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

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

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

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

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

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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