



# Prüfungsbericht

Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung  
anlässlich der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre

der

Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft  
Hamburg

auf die

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE  
Hamburg



Management Summary	Abschnitt	Tz. (ff.)
<b>Auftrag und Auftragsdurchführung</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bewertungsanlass: Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft</li> </ul>	A	5
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bewertungsziel: Ermittlung einer angemessenen Barabfindung für die Inhaber der A-Aktien und der S-Aktien</li> </ul>	A	8
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bestellung der ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zum sachverständigen Prüfer</li> </ul>	A	14
<b>Methoden zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bewertung des Unternehmens mit dem Börsenkurs</li> </ul>	C.II	51 ff.
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bewertung des Unternehmens mit dem anteiligen objektivierten Wert nach IDW S 1 unter Zugrundelegung eines Zukunftserfolgswertverfahrens</li> </ul>	C.III; C.III.1	63 ff.
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bewertung mit anderen Verfahren, um aus der Bandbreite der ermittelten Werte Hinweise zur Plausibilisierung der beiden führenden Wertkonzepte zu gewinnen</li> </ul>	C.III.2, C.III.3	91 ff.
<b>Prüfungsvorgehen</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Schwerpunkte bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung für die A-Aktien durch eine Bewertung zum Börsenkurs und dessen Plausibilisierung mit dem anteiligen objektivierten Wert nach IDW S 1</li> </ul>	C.IV	105 f., 109
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Feststellung der angemessenen Barabfindung für die S-Aktien höchstvorsorglich und überschlägig, da sämtliche S-Aktien im Eigentum der Hauptaktionärin stehen</li> </ul>	C.IV	133 f.
<b>Bewertungsstichtag und Bewertungsmethode</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bewertungsstichtag 11. Juni 2026 (Tag der Hauptversammlung der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft)</li> </ul>	C.V	137
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bewertung der A-Sparte mit dem 3M-VWAP und Plausibilisierung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 unter Verwendung der Ertragswertmethode</li> </ul>	C.VI	142 ff.
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Plausibilisierung durch eine Bandbreite aus weiteren Wert- und Preismaßstäben</li> </ul>	C.VI	146 f.
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vereinfachte Bewertung der S-Sparte</li> </ul>	C.IV	133
<b>Bewertung der A-Sparte mit dem Börsenkurs der A-Aktie</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 3M-VWAP gemäß Mitteilung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht € 21,16 je A-Aktie</li> </ul>	D	221
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Faktische Beherrschung durch einen Anteilseigner (Ampel gelb)</li> </ul>	D	228
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Liquidität des Aktienhandels nicht vergleichbar mit der üblichen Liquidität von Unternehmen des Aktienindex MDAX (Ampel gelb)</li> </ul>	D	229
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausreichende Marktabdeckung durch professionelle Marktteilnehmer nur eingeschränkt gegeben (Ampel gelb)</li> </ul>	D	230

Management Summary	Abschnitt	Tz. (ff.)
<ul style="list-style-type: none"> <li>A-Aktie im regulierten Markt mit höchsten Berichterstattungspflichten gegenüber den Marktteilnehmern und Beachtung derselben (Ampel grün)</li> </ul>	D	231
<ul style="list-style-type: none"> <li>Operative und finanzielle Struktur sowie wirtschaftliche Rahmenbedingungen zwischen Referenzzeitraum für den Börsenkurs und Bewertungsstichtag nicht deutlich verändert (Ampel grün)</li> </ul>	D	232
<ul style="list-style-type: none"> <li>Keine offensichtlichen Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft der A-Sparte bzw. die Renditeerwartung der A-Aktionäre beeinflusste Börsenkursentwicklung (Ampel grün)</li> </ul>	D	233
<ul style="list-style-type: none"> <li>Fazit des Bewertungsgutachters: 3M-VWAP der A-Aktie eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der A-Sparte</li> </ul>	D	225
<ul style="list-style-type: none"> <li>Fazit des sachverständigen Prüfers: Ampel grün, aber zwingender Vergleich mit dem anteiligen objektivierten Wert der A-Sparte</li> </ul>	D	236
<b>Bewertung der A-Sparte mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>Ermittelter Wert je A-Aktie € 17,59</li> </ul>	E.IV.3	436
<ul style="list-style-type: none"> <li>Vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich für Unternehmensbewertung geeignet</li> </ul>	E.II.2	251
<ul style="list-style-type: none"> <li>Vorgelegte Planungsrechnung der A-Sparte auch plausibel</li> </ul>	E.II.3.f)	295
<ul style="list-style-type: none"> <li>Bewertungssystematische Anpassungen gerechtfertigt</li> </ul>	E.II.2	253
<ul style="list-style-type: none"> <li>Ermittlung der Nettoeinnahmen der Aktionäre der A-Sparte auch für die Jahre nach Ablauf des Planungshorizonts sachgerecht</li> </ul>	E.II.4; E.II.5	310, 319
<ul style="list-style-type: none"> <li>Kapitalisierungszinssatz (7,81 % in der ewigen Rente, nach Abzug des Wachstumsabschlags 6,72 %) angemessen hergeleitet</li> </ul>	E.III	320 ff.
<ul style="list-style-type: none"> <li>Ertragswert methodisch richtig abgeleitet</li> </ul>	E.IV.1	427
<ul style="list-style-type: none"> <li>Sonderwerte zutreffend ermittelt</li> </ul>	E.IV.2	435
<ul style="list-style-type: none"> <li>Wert der A-Sparte bzw. der A-Aktien auch plausibel</li> </ul>	E.IV.6	450
<ul style="list-style-type: none"> <li>Keine besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung</li> </ul>	F	451
<b>Ableitung der Barabfindung für die A-Aktien</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>3M-VWAP in Höhe von € 21,16 je A-Aktie als angemessene Barabfindung</li> </ul>	G	452
<ul style="list-style-type: none"> <li>Anteiliger Unternehmenswert nach IDW S 1 in Höhe von € 17,59 geringer als 3M-VWAP</li> </ul>	E.IV.6	443

Management Summary	Abschnitt	Tz. (ff.)
<b>Überschlägige Bewertung der S-Sparte</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vorgelegte Planungsrechnung der S-Sparte plausibel und nachvollziehbar vom Bewertungsgutachten auf nachhaltige Größen übergeführt</li> <li>▪ Kapitalisierungszinssatz (8,27 % in der ewigen Rente, nach Abzug des Wachstumsabschlags 7,40 %) angemessen hergeleitet</li> <li>▪ Überschlägig ermittelter Ertragswert methodisch richtig abgeleitet</li> <li>▪ Keine besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung</li> </ul>	H	458
	H	461
	H	458
	I	465
<b>Ableitung der Barabfindung für die S-Aktien</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Überschlägig ermittelter Wert</li> <li>▪ Anteiliger Wert in Höhe von € 40,31 je S-Aktie angemessene Barabfindung</li> <li>▪ Barabfindung wird nicht in Anspruch genommen werden</li> </ul>	J	467
	J	468
	A	19

## Inhalts- und Anlagenverzeichnis

A.	Auftrag und Auftragsdurchführung .....	1
B.	Gegenstand, Art und Umfang der Angemessenheitsprüfung .....	9
C.	Übergreifende Prüfungsfeststellungen .....	10
I.	Methoden zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung .....	10
II.	Bewertung mit dem Börsenkurs .....	11
III.	Bewertungsgrundsätze und -methoden .....	14
1.	Zukunftserfolgswert .....	15
2.	Liquidationswert und Substanzwert .....	19
3.	Vereinfachte Preisfindungen .....	19
4.	Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse .....	20
IV.	Prüfungsvorgehen .....	21
V.	Bewertungsstichtag .....	26
VI.	Angewandte Bewertungsmethoden .....	27
VII.	Bewertungsobjekt .....	29
1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse .....	29
2.	Wirtschaftliche Grundlagen .....	33
a)	Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie .....	33
b)	Markt und Wettbewerb .....	38
ba)	Makroökonomische Situation und Ausblick .....	38
bb)	Markt- und Wettbewerbsumfeld .....	40
c)	Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einschließlich Bereinigungen .....	45
3.	Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts .....	47
D.	Bewertung der A-Sparte von HHLA mit dem Börsenkurs der A-Aktie .....	48
E.	Bewertung der A-Sparte von HHLA mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 .....	51
I.	Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts A-Sparte von HHLA .....	51
II.	Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen der A-Sparte von HHLA .....	51
1.	Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess .....	51
2.	Analyse der Planungstreue .....	52
3.	Analyse der Planung des Jahresergebnisses .....	54
a)	Übersicht .....	54
b)	Umsatzerlöse .....	55
c)	Operatives Ergebnis (EBIT) .....	58
d)	Jahresüberschuss .....	59
e)	Bilanz .....	61
f)	Gesamtwürdigung .....	62
4.	Konvergenz- und Fortführungsphase .....	64
5.	Nettoeinnahmen nach persönlichen Ertragsteuern .....	67
III.	Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung der A-Sparte .....	68
1.	Basiszinssatz .....	68
2.	Risikozuschlag .....	71
a)	Erfassung des Risikos .....	71
b)	Marktrisikoprämie .....	73
c)	Betafaktor .....	76
ca)	Methodische und praktische Anwendungsfragen .....	76
cb)	Originärer Betafaktor der A-Sparte von HHLA .....	79
cc)	Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen .....	80
cd)	Betafaktor für die Bewertung der HHLA .....	82
3.	Wachstumsabschlag .....	82
4.	Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz .....	86
IV.	Ableitung des Unternehmenswerts der A-Sparte von HHLA bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 .....	86
1.	Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens .....	86
2.	Sonderwerte .....	87
3.	Unternehmenswert der A-Sparte von HHLA bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 .....	88
4.	Sensitivitätsanalyse .....	89
5.	Vergleich mit dem Liquidationswert .....	89
6.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts .....	89
F.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der A-Sparte von HHLA .....	92
G.	Ableitung der Barabfindung für die A-Aktien von HHLA .....	93
H.	Überschlägige Bewertung der S-Sparte von HHLA .....	94

I. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der S-Sparte von HHLA .....	97
J. Ableitung der Barabfindung für die S-Aktien von HHLA .....	98
K. Abschließende Erklärung .....	99

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 Eckpunkte der Übernahme von HHLA durch PoH .....	2
Abbildung 2 Beteiligungsverhältnisse an der HHLA AG .....	2
Abbildung 3 Verlauf der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten .....	6
Abbildung 4 Zukunftserfolgswert .....	15
Abbildung 5 Maßstäbe für Plausibilität .....	23
Abbildung 6 Entwicklung von HHLA im Zeitverlauf .....	29
Abbildung 7 HHLA nach Teilkonzernen und Segmenten .....	32
Abbildung 8 Container im Terminal Odessa .....	34
Abbildung 9 METRANS-Lokomotive im Terminal Dunajska Streda .....	35
Abbildung 10 Umschlag rollender Ladung von UNIKAI in Hamburg .....	35
Abbildung 11 Projekt-Block H in der Hamburger Speicherstadt .....	36
Abbildung 12 Allianzen der Reederei-Wettbewerber und Anteil an der globalen Containerkapazität .....	41
Abbildung 13 Anteile der Schiene am Güterverkehr im Jahr 2024 .....	43
Abbildung 14 Vergleich ausgewählter Finanzkennzahlen der A-Sparte von HHLA mit Peer Group .....	44
Abbildung 15 Einschätzung der A-Aktie nach dem Ampelsystem des IDW S 17 .....	49
Abbildung 16 Umsatzerlöse und EBIT-Marge der A-Sparte von HHLA .....	55
Abbildung 17 Wachstumsrate Umsatzerlöse der A-Sparte von HHLA nach Segmenten .....	57
Abbildung 18 Umsatzerlöse der A-Sparte von HHLA nach Segmenten .....	57
Abbildung 19 Benchmarking Umsatzwachstumsrate und EBIT-Marge der A-Sparte von HHLA im Vergleich zur Peer Group .....	63
Abbildung 20 Benchmarking Investitionsquote der A-Sparte von HHLA im Vergleich zur Peer Group .....	64
Abbildung 21 Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen .....	81
Abbildung 22 Wert und Preismaßstäbe Teilkonzern Hafenlogistik .....	90

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 Jahresergebnis der A-Sparte von HHLA .....	54
Tabelle 2 Umsatzerlöse der A-Sparte von HHLA nach Segmenten .....	55
Tabelle 3 Bilanz der A-Sparte von HHLA .....	61
Tabelle 4 Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie .....	74
Tabelle 5 Übersicht Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung der A-Sparte von HHLA .....	86
Tabelle 6 Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der A-Sparte von HHLA .....	86
Tabelle 7 Sonderwerte bei der Bewertung der A-Sparte von HHLA .....	87
Tabelle 8 Jahresergebnis der S-Sparte von HHLA .....	94
Tabelle 9 Übersicht Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung der S-Sparte von HHLA .....	95
Tabelle 10 Ertragswert der S-Sparte von HHLA .....	95

- Anlage 1**            Beschluss des Landgerichts Hamburg – Kammer 4 für Handelssachen – zur Bestellung der Angemessenheitsprüferin
- Anlage 2**            HHLA Konzernstruktur (Stand: 29. Januar 2026)
- Anlage 3**            Allgemeine Auftragsbedingungen

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit verwenden wir grundsätzlich das generische Maskulinum. Weibliche und anderweitige Geschlechteridentitäten sind dabei ausdrücklich mitgemeint, soweit es für die Aussage erforderlich ist. Wir weisen zudem darauf hin, dass bei der Verwendung von gerundeten Beträgen und Prozentangaben aufgrund kaufmännischer Rundungen Differenzen auftreten können.

## Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

€	Euro
\$	US-Dollar
%	Prozent
§	Paragraph
&	Und
3M-VWAP	Gewichteter durchschnittlicher inländischer Börsenkurs einer Aktie während der letzten drei Monate vor einer Veröffentlichung
A-Aktie (n)	Auf den Namen lautende, nennwertlose Stückaktie (n) mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft von je € 1,00 in Form der Aktiengattung A
A-Sparte	Teilkonzern Hafenlogistik
a.a.O.	Am angegebenen Ort
a.s.	akciová společnost (Rechtsform in Tschechien; der AG vergleichbar)
Abs.	Absatz
Adjusted Beta	Angepasstes Beta (gemäß Blume)
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGV	Automated Guided Vehicle (s)
AktG	Aktiengesetz
AöR	Anstalt des öffentlichen Rechts
Art.	Artikel
ASEAN-5	Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur und Thailand
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BB	BetriebsBerater (Zeitschrift)
BCA	Shareholders' Agreement Part 2/Business Combination Agreement – 21. November 2024 – zwischen HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement GmbH und SAS Shipping Agencies Services S.à r.l. und Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft sowie Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE
BeckRS	Elektronische Entscheidungsdatenbank in beck-online (publizistische Verwendung Verlag C.H.BECK)
Betafaktor	Systematisches Risiko (Marktrisiko) nach dem Capital Asset Pricing Model
Bewertungsgutachter	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
Bewertungsobjekt (e)	A-Sparte bzw. S-Sparte der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft
BewertungsPraktiker	Zeitschrift
Bewertungsstichtag	Tag der Hauptversammlung der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre Beschluss fassen soll (11. Juni 2026)
BGH	Bundesgerichtshof, Karlsruhe

BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (Zeitschrift)
Bid-Ask-Spread	Geld-Brief-Spanne
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BörsG	Börsengesetz
BVerfG	Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe
BVerfGE	Sammlung der Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (Zeitschrift)
bzw.	Beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate (geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate)
CAPEX	Capital Expenditure (Investitionsausgaben); hier ausschließlich für Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände, aber ohne aktivierte Nutzungsrechte nach IFRS 16 verwendet
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Kapitalmarktmodell, welches auf der Portfoliotheorie aufbaut)
CDAX	Composite DAX (marktbreitesten deutscher Aktienindex, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten Aktien enthält)
CERP	CERP Solution a.s., Prag/Tschechien
Co.	Compagnie (Hinweis auf Vorliegen eines Gesellschaftsverhältnisses)
CO <sub>2</sub>	Kohlenstoffdioxid
CTA	Containerterminal Altenwerder
CTB	Containerterminal Burchardkai
CTT	Containerterminal Tollerort
D.C.	District of Columbia
DAX	Deutscher Aktienindex (Bezeichnung für den deutschen Aktienindex, der die 40 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält)
dejure	Rechtsinformationssystem
Detailplanungsphase	Geschäftsjahre 2026 bis 2030
DVFA	DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
DVFA-Empfehlungen	„Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern), auch „operatives Ergebnis“
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization of Goodwill (Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern, Abschreibungen und Amortisation von Geschäfts- oder Firmenwerten)
EBT	Earnings Before Taxes (Ergebnis vor Ertragsteuern)
EG	Europäische Gemeinschaft
ESG	Environmental, Social und Governance – Rahmenwerk zur Bewertung der Nachhaltigkeit und ethischen Praxis von Unternehmen

EU	Europäische Union
EU Green Deal	Von der EU-Kommission im Jahr 2019 initiierte umfassende Wachstumsstrategie, um Europa bis zum Jahr 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent zu machen
EUR	Euro (Währungscode nach ISO 4217)
EZB	Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main
f.	Folgende (Seite)
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
ff.	Folgende (Seiten, Jahre)
FHH	Freie und Hansestadt Hamburg
Fortführungsphase	Ewige Rente 2035 ff. (Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA)
FTE	Full-Time-Equivalent (Vollzeitäquivalent)
Gesellschaft	Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, Hamburg
GHB	Gesamthafenbetriebs-Gesellschaft m.b.H., Hamburg
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Grobplanungsphase	Geschäftsjahre 2031 bis 2033 (Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA)
Gutachtliche Stellungnahme	Gutachtliche Stellungnahme zum Wert des Eigenkapitals der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zum 11. Juni 2026
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Hauptaktionärin	Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, Hamburg, Hamburg
HGB	Handelsgesetzbuch
HGV	HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement mbH, Hamburg
HHLA-Aktie (n)	Auf den Namen lautende, nennwertlose Stückaktie (n) mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft von je € 1,00
HHLA	Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft einschließlich aller Konzerngesellschaften
HHLA AG	Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, Hamburg
HHLA Next	HHLA Next GmbH, Hamburg, einschließlich aller Tochtergesellschaften
HPA	Hamburg Port Authority AöR, Hamburg
HRB	Handelsregister, Abteilung B
Hrsg.	Herausgeber
i.d.F.	In der Fassung
i.V.m.	In Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW-FN	IDW-Fachnachrichten (Zeitschrift; heute IDW Life)
IDW Life	Mitglieder-Magazin des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.

IDW Praxishinweis 2/2017	IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017)
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2026) vom 11. Februar 2026
IDW S 1 i.d.F. 2008	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008
IDW S 17	IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17)
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
Intermodaler Güterverkehr	Kombinierter Einsatz verschiedener Verkehrsträger innerhalb einer durchgehenden Transportkette, ohne dass die transportierte Ware umgeladen wird
ISIN	International Securities Identification Number (internationale Wertpapierkennnummer)
ISO 4217	Von der Internationalen Organisation für Normung publizierte Norm für Währungs-Kurzzeichen zur eindeutigen Identifizierung im internationalen Zahlungsverkehr
IT	Informationstechnologie
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KI	Künstliche Intelligenz
Konvergenzphase	Geschäftsjahre 2031 bis 2034, wobei das Jahr 2034 ein Übergangsjahr zur Überleitung auf das nachhaltige Ergebnis darstellt (Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA) bzw. Geschäftsjahre 2031 bis 2037 (Teilkonzern Immobilien)
KStG	Körperschaftsteuergesetz
Lkw	Lastkraftwagen
LLC	Limited Liability Company (US-amerikanische Gesellschaftsform, in der Eigenschaften einer Kapitalgesellschaft mit denen einer Personengesellschaft vereinigt sind)
Ltd.	Limited (englische Gesellschaftsform, der GmbH vergleichbar)
m.b.H.	Mit beschränkter Haftung
m.w.N.	Mit weiteren Nachweisen
MDAX	Mid-Cap-DAX (deutscher Aktienindex, der die 50 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält, die auf die 40 Unternehmen des DAX folgen)
METRANS	METRANS a.s., Prag/Tschechien, einschließlich aller Tochtergesellschaften
Minderheitsaktionäre	Übrige Aktionäre (Minderheitsaktionäre) im Sinne des § 327a AktG
Mio.	Million (en)
Mrd.	Milliarde (n)
MSC	MSC Mediterranean Shipping Company S.A., Genf/Schweiz, einschließlich aller Konzerngesellschaften
MSCI World	Weltweiter Aktienindex

MüKoAktG	Münchener Kommentar zum AktG, 6. Auflage, Band 5 (§§ 278-328 AktG, SpruchG), München 2023
n.a.	Nicht verfügbar (not available) bzw. Angabe nicht sinnvoll
n.F.	Neue Fassung
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
OLG	Oberlandesgericht
openJur	Rechtsprechungsdatenbank
operatives Ergebnis	EBIT
p.a.	Per annum (pro Jahr)
Peer	Vergleichsunternehmen
Peer Group	Gruppe von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen
PG	Peer Group
Phase der ewigen Rente	Geschäftsjahre ab 2036 (auch TV)
plc	Public limited company (Rechtsform in angelsächsisch geprägten Rechtsräumen)
PoH	Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, Hamburg
Prof.	Professor
qm	Quadratmeter
Raw Beta	Betafaktor ermittelt auf Basis historischer Daten
ROCE	Return on Capital Employed (Ergebnis auf das eingesetzte Kapital)
ROIC	Return on Invested Capital (Rendite auf das investierte Kapital)
Roland Spedition	Roland Spedition GmbH, Schwechat/Österreich
Rz.	Randziffer
S&P Global	S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Global Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City, New York/USA
S-Aktie (n)	Auf den Namen lautende, nennwertlose Stückaktie (n) mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft von je € 1,00 in Form der Aktiengattung S
S-Sparte	Teilkonzern Immobilien
S.	Seite
S.à r.l.	Société à responsabilité limitée (Rechtsform in französischgeprägten Rechtsräumen; der GmbH vergleichbar)
S.A.	Société Anonyme (Rechtsform in französischgeprägten Rechtsräumen; der AG vergleichbar)
SAS	SAS Shipping Agencies Services S.à r.l., Ville de Luxembourg/Luxemburg
SDAX	Small-Cap-DAX (deutscher Aktienindex, der die 70 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält, die auf die 40 Unternehmen des DAX und die 50 Unternehmen des MDAX folgen)
SE	Societas Europaea (Europäische Gesellschaft)
Squeeze-out	Ausschluss der Minderheitsaktionäre

SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School)
T	Tausend
t-Test	Statistischer Hypothesentest
TEN-T-Netz	Transeuropäisches Verkehrsnetz (europäisches Programm der EU zum Aufbau eines modernen, integrierten und nachhaltigen Verkehrsnetzes in ganz Europa, das Straßen, Schienen, Binnenwasserstraßen, See- und Flughäfen sowie Umschlagterminals umfasst)
TEU	Twenty-foot Equivalent Unit (Zwanzig-Fuß-Standardcontainer)
TTEU	Tausend TEU
TV	Terminal Value (Phase der ewigen Rente)
Tz.	Textziffer
UAH	Ukrainian Hryvnia (Währungscode nach ISO 4217)
ÜJ	Übergangsjahr (2034)
Übertragungsbericht	Übertragungsbericht – 20. April 2026 – Bericht der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE als Hauptaktionärin der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft auf die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG
UNESCO	United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization, Paris/Frankreich (Organisation der Vereinten Nationen für Bildung, Wissenschaft, Kultur und Kommunikation)
Unlevered Beta	Betafaktor für ein unverschuldetes Unternehmen
US	United States (of America)
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
usw.	Und so weiter
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
Verordnung (EU) 596/2014	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung)
vgl.	Vergleiche
VT	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Konzept der gewogenen Kapitalkosten)
WM	Wertpapier Mitteilungen (Zeitschrift)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WPH	Wirtschaftsprüfer-Handbuch
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung)
Xetra	Bezeichnung (exchange electronic trading – elektronischer Börsenhandel) eines börslichen Handelsplatzes der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main

z.B.

Zum Beispiel

ZIP

Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis

## A. Auftrag und Auftragsdurchführung

1. Die Freie und Hansestadt Hamburg<sup>1</sup> hat mit der Reederei MSC Mediterranean Shipping Company S.A., Genf/Schweiz,<sup>2</sup> Vereinbarungen für eine strategische Partnerschaft getroffen und zu diesem Zweck die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, Hamburg,<sup>3</sup> als Gemeinschaftsunternehmen<sup>4</sup> etabliert.
2. Auf dieser Grundlage hat PoH am 23. Oktober 2023 ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der

### **Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, Hamburg,<sup>5</sup>**

gemacht. Nach Zustimmung der Hamburgischen Bürgerschaft und Erteilung der erforderlichen wettbewerbsrechtlichen und sonstigen regulatorischen Freigaben konnte das Angebot vollzogen werden.

3. Die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft kann auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär beschließen.<sup>6</sup>
4. Zwischenzeitlich hat PoH eine Beteiligung von rund 95,003 % des Grundkapitals der HHLA AG<sup>7</sup> aufgebaut. PoH ist damit Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.
5. PoH hat der HHLA AG am 5. Januar 2026 mitgeteilt, dass sie die Übertragung der A-Aktien der Minderheitsaktionäre der HHLA AG auf PoH anstrebt. Die HHLA AG hat dies am selben Tag durch Ad-hoc-Mitteilung bekannt gemacht.

<sup>1</sup> „FHH“.

<sup>2</sup> Einschließlich aller Konzerngesellschaften „MSC“.

<sup>3</sup> „PoH“ oder „Hauptaktionärin“.

<sup>4</sup> Derzeit werden rund 52,84 % der Aktien an PoH von der HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement mbH, Hamburg, („HGV“), gehalten. In der HGV hat die FHH einen Großteil ihrer Unternehmensbeteiligungen und zahlreiche Immobilien gebündelt. Die FHH hält sämtliche von HGV ausgegebenen Geschäftsanteile. Die übrigen rund 47,16 % der von PoH ausgegebenen Aktien werden von der SAS Shipping Agencies Services S.à r.l., Ville de Luxembourg/Luxemburg, („SAS“) gehalten. SAS ist die operative Kerngesellschaft bezüglich der Terminal- und Logistikbeteiligungen von MSC.

<sup>5</sup> „HHLA AG“ oder „Gesellschaft“; einschließlich aller Konzerngesellschaften „HHLA“.

<sup>6</sup> § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG. Dieses Rechtsinstitut wird vereinfachend und dem angelsächsischen Begriff folgend auch als aktienrechtlicher „Squeeze-out“ bezeichnet.

<sup>7</sup> Das Grundkapital der Gesellschaft von € 75.219.438,00 ist in 75.219.438 auf den Namen lautende, nennwertlose Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von je € 1,00 („HHLA-Aktien“) eingeteilt. Davon entfallen 72.514.938 Stück auf die Aktiengattung A („A-Aktien“) und 2.704.500 Stück auf die Aktiengattung S („S-Aktien“). PoH hält 71.460.539 HHLA-Aktien in Form von 68.756.039 A-Aktien und 2.704.500 S-Aktien. Die S-Aktien werden durch PoH als Vollrechtsinhaberin aufgrund einer mit HGV geschlossenen Vereinbarung über die vorübergehende Überlassung von Wertpapieren gehalten.

6. Die wesentlichen Eckpunkte der dargestellten Übernahme lassen sich grafisch wie folgt darstellen:

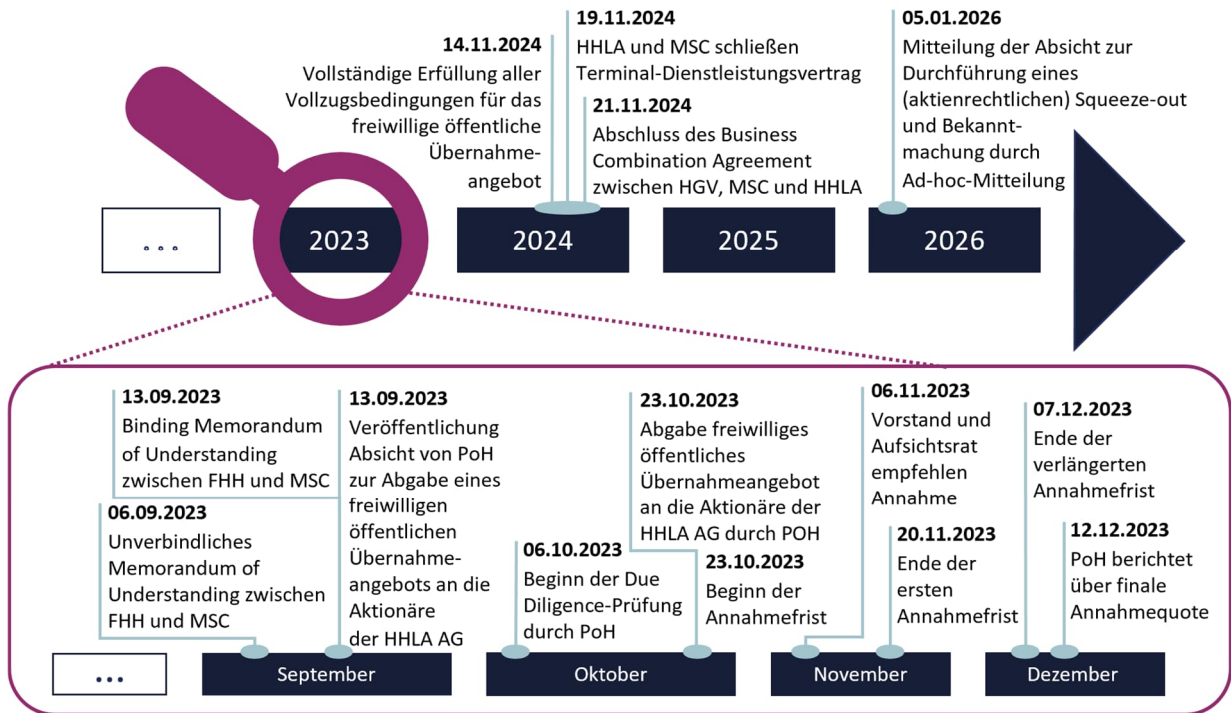


Abbildung 1 Eckpunkte der Übernahme von HHLA durch PoH

7. Die Beteiligungsverhältnisse an der HHLA AG lassen sich in einem Organigramm wie folgt zusammenfassen:

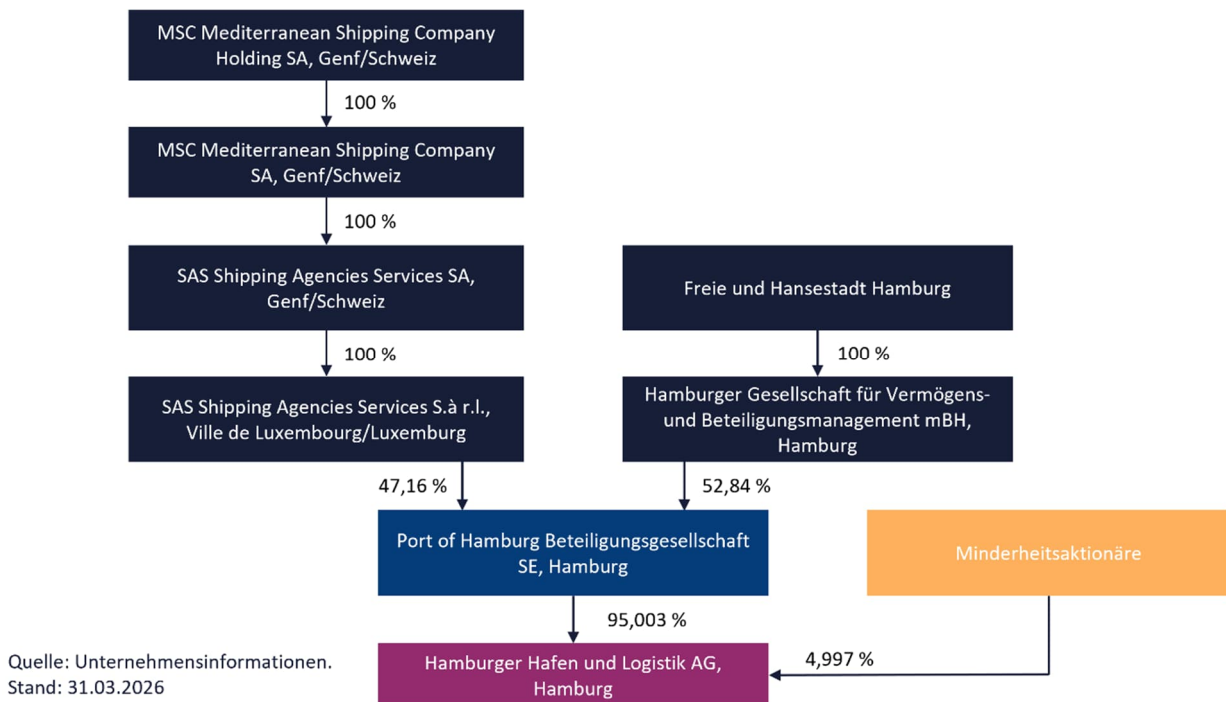


Abbildung 2 Beteiligungsverhältnisse an der HHLA AG

8. Als Gegenleistung für die Übertragung ihrer Aktien ist den Minderheitsaktionären eine angemessene Barabfindung zu gewähren. Der Hauptaktionär legt die Höhe der Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung fest.<sup>8</sup>
9. Nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung ist eine Barabfindung dann angemessen, wenn sie dem Minderheitsaktionär eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung verschafft, wobei sicherzustellen ist, dass die Aktionäre nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätten.<sup>9</sup> Der Wert der Unternehmensbeteiligung ergibt sich aus einer Bewertung des Unternehmens im Ganzen. Zusätzlich ist zu beachten, dass eine Barabfindung in bestimmten Fällen nur dann angemessen ist, wenn eine über dem anteiligen Unternehmenswert liegende Mindestabfindung angeboten wird.
10. Die Hauptaktionärin hat die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München,<sup>10</sup> beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum Wert des Eigenkapitals der HHLA AG und der anzubietenden angemessenen Barabfindung zu erstellen.
11. ValueTrust hat am 20. April 2026 eine „Gutachtliche Stellungnahme zum Wert des Eigenkapitals der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zum 11. Juni 2026“<sup>11</sup> vorgelegt.
12. Der „Übertragungsbericht – 20. April 2026 – Bericht der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE als Hauptaktionärin der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft auf die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG“<sup>12</sup> enthält die Gutachtliche Stellungnahme in vollständiger Fassung als dessen Anlage 3. PoH macht sich die Gutachtliche Stellungnahme inhaltlich in vollem Umfang zu Eigen.
13. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.<sup>13</sup>
14. PoH hat beim zuständigen Landgericht den Antrag gestellt, einen sachverständigen Prüfer zu bestellen. Mit Beschluss vom 13. Januar 2026<sup>14</sup> hat das Landgericht Hamburg – Kammer 4 für Handelssachen – uns<sup>15</sup> zum Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und bestellt. Wir hatten dem Gericht zuvor versichert, dass gesetzliche Ausschlussgründe<sup>16</sup> nicht vorliegen. Wir können demzufolge bestätigen, dass wir die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.<sup>17</sup> PoH hat uns daraufhin beauftragt, die Angemessenheit der Barabfindung zu prüfen.

<sup>8</sup> § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

<sup>9</sup> Vgl. insbesondere BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff., und BGH, Beschluss vom 12. März 2001 („DAT/Altana“), II ZB 15/00, BGHZ 147, S. 108 ff.

<sup>10</sup> „ValueTrust“ oder „Bewertungsgutachter“.

<sup>11</sup> „Gutachtliche Stellungnahme“.

<sup>12</sup> „Übertragungsbericht“.

<sup>13</sup> § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

<sup>14</sup> Aktenzeichen 404 HKO 3/26; vgl. Anlage 1.

<sup>15</sup> Ansprechpartner: Herr Wirtschaftsprüfer Wolfram Wagner.

<sup>16</sup> §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293d Abs. 1 Satz 1 AktG i.V.m. §§ 319 Abs. 1 bis 4, 319b Abs. 1 HGB (allgemeine Ausschlussgründe) und Artikel 5 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 (Ausschlussgründe bei kapitalmarktorientierten Unternehmen).

<sup>17</sup> § 321 Abs. 4a HGB analog.

15. Der Bestellungsbeschluss enthält keine Vorgaben zur Prüfungsdurchführung und Berichterstattung über die Prüfung. Soweit bestimmte Fragestellungen in sich oftmals einer aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahme anschließenden gerichtlichen Überprüfungen typischerweise diskutiert werden, greifen wir diese an geeigneter Stelle auf.
16. Gegenstand unserer Prüfung ist die Angemessenheit der Barabfindung, die PoH als Hauptaktionärin der Gesellschaft ausweislich ihres schriftlichen Berichts an die Hauptversammlung der HHLA AG festgelegt hat.<sup>18</sup>
17. Im vorliegenden Fall ist die Barabfindung für jede der beiden Aktiengattungen in unterschiedlicher Höhe festgelegt worden. Hintergrund dessen ist die Trennung des Unternehmens in zwei Sparten. Der Teil des Unternehmens, der sich mit dem Erwerb, dem Halten, der Veräußerung, der Vermietung, der Verwaltung und der Entwicklung von nicht hafenumschlagspezifischen Immobilien, insbesondere der Immobilien der Hamburger Speicherstadt und am Hamburger Fischmarkt befasst, bildet den Teilkonzern Immobilien und wird in § 31 der Satzung der HHLA AG näher spezifiziert.<sup>19</sup> Sämtliche übrigen Teile des Unternehmens gehören zum Teilkonzern Hafenlogistik.<sup>20</sup> Die S-Aktien vermitteln eine Beteiligung allein am Ergebnis und Vermögen der S-Sparte (Teilkonzern Immobilien) und die A-Aktien eine Beteiligung am Ergebnis und Vermögen der A-Sparte (Teilkonzern Hafenlogistik).<sup>21</sup>
18. Demzufolge war die in unterschiedlicher Höhe je A-Aktie und je S-Aktie festgelegte Barabfindung für die beiden Aktiengattungen im Hinblick auf die Angemessenheit je Aktiengattung gesondert zu prüfen.
19. PoH weist im Übertragungsbericht ausdrücklich darauf hin, dass sämtliche S-Aktien im Eigentum von PoH stehen und damit von ihr als Hauptaktionärin gehalten werden. Eine Übertragung dieser Aktien auf PoH im Wege des aktienrechtlichen Squeeze-out könne und werde daher nicht erfolgen. Es handele sich nicht um Aktien der Minderheitsaktionäre. Die Festlegung einer Barabfindung für die S-Aktien sei daher nicht erforderlich. Höchst vorsorglich werde eine Barabfindung jedoch auch für die S-Aktien festgelegt.
20. Wir halten diese Auffassung für zutreffend. Im Hinblick auf die Tatsache, dass Minderheitsaktionäre durch eine Barabfindung für die S-Aktie, die nicht angemessen sein könnte, nicht benachteiligt werden können, haben wir bei der Prüfung der Barabfindung für die S-Aktie aus eben diesem Grund akzeptiert, dass diese auf Grundlage einer nur überschlägigen Bewertung der nicht börsennotierten Aktien der S-Sparte festgelegt worden ist.
21. Eine Prüfung des Übertragungsberichts auf Vollständigkeit und Richtigkeit gehört nicht zu den Aufgaben des Angemessenheitsprüfers. Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Übertragungsberichts liegt bei der Hauptaktionärin. Wir weisen ferner ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse und Lageberichte oder der Geschäftsführung von HHLA vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind ebenfalls nicht Gegenstand unserer Prüfung. Die Übereinstimmung

<sup>18</sup> § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

<sup>19</sup> „S-Sparte“.

<sup>20</sup> „A-Sparte“.

<sup>21</sup> In bestimmten, näher in § 4 der Satzung der HHLA AG beschriebenen Fällen, ist es jedoch möglich, dass ein Verlust der A-Sparte oder der S-Sparte mit einem durch die jeweils andere Sparte erwirtschafteten Gewinn verrechnet wird, so dass in diesem Fall die Ergebnisse der A-Sparte und der S-Sparte doch mittelbar aufeinander Einfluss haben. Allerdings werden derartige Verrechnungen durch Gutschreibungen in den nachfolgenden Jahren wieder ausgeglichen, wie näher in § 4 der Satzung der HHLA AG beschrieben. Im unwahrscheinlichen und bisher nicht vorgekommenen Fall eines Verlusts der S-Sparte würde dieser Verlust zudem gemäß einem separat abgeschlossenen Verlustausgleichsvertrag mittelbar durch FHH übernommen.

der vorgelegten geprüften Abschlüsse mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

22. Bei der Auftragsdurchführung haben wir die für Bewertungen relevanten Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf,<sup>22</sup> beachtet.<sup>23</sup> Das sind insbesondere der IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2026) vom 11. Februar 2026,<sup>24</sup> der IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017)<sup>25</sup> und der IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17).<sup>26</sup> Daneben haben wir auch weitere fachliche Hinweise<sup>27</sup> des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW<sup>28</sup> berücksichtigt.
23. Der IDW S 1 ist das zentrale Dokument, in dem dargestellt ist, wie Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Gerichte werden durch die Verlautbarungen des IDW nicht gebunden. Die Empfehlungen des IDW S 1 sind ihnen gleichwohl eine wesentliche Erkenntnisquelle, um beurteilen zu können, ob die jeweilige Vorgehensweise, wie ein Unternehmenswert „fundamentalanalytisch“ ermittelt worden ist, im konkreten Einzelfall methodisch einwandfrei ist.<sup>29</sup>
24. Wir haben unsere Prüfungstätigkeit am 14. Januar 2026 und somit vor Abschluss der Bewertungsarbeiten aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Angemessenheitsprüfungen üblich und durch die höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.<sup>30</sup> Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein Prüfungsurteil abzugeben.

<sup>22</sup> „IDW“.

<sup>23</sup> Im Übrigen haben wir auch die einschlägige Rechtsprechung berücksichtigt.

<sup>24</sup> „IDW S 1“.

<sup>25</sup> „IDW Praxishinweis 2/2017“.

<sup>26</sup> „IDW S 17“.

<sup>27</sup> Wie beispielsweise „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen“ vom 25. März 2020 sowie „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022.

<sup>28</sup> „FAUB“.

<sup>29</sup> Vgl. z.B. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 („Stinnes“), II ZB 23/14, AG 2016, S. 135 ff.

<sup>30</sup> Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006 („DSL Holding“), II ZR 225/04, BB 2006, S. 2543 ff.

25. Der Verlauf der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten lässt sich in grafischer Form anhand seiner „Meilensteine“ wie folgt darstellen:

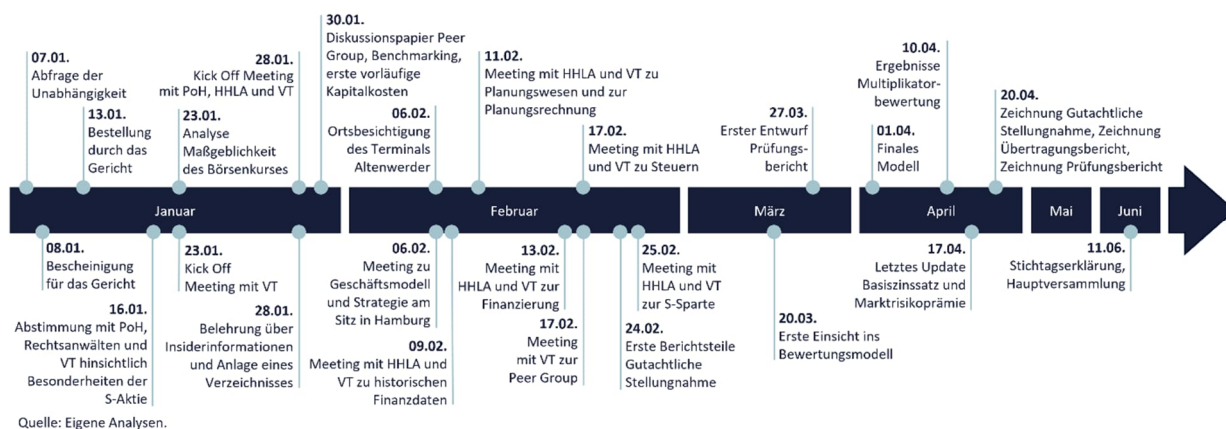


Abbildung 3 Verlauf der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten

26. Unsere Prüfungsergebnisse beruhen im Wesentlichen auf der Prüfung von Unterlagen von HHLA, auf Auskünften der uns benannten Auskunftspersonen sowie auf der Gutachtlichen Stellungnahme und den ergänzend durch den Bewertungsgutachter erteilten Informationen. Über die erhaltenen Informationen hinaus haben wir eigene Untersuchungen und Berechnungen durchgeführt.

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

28. Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Übertragungsbericht
- Gutachtliche Stellungnahme
- Aktuelle Satzung der HHLA AG (Fassung vom 8. Dezember 2025) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 8. April 2026)
- Protokolle über die Sitzungen des Aufsichtsrats der HHLA AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025<sup>31</sup>
- Berichte über die Prüfung des nach den International Financial Reporting Standards,<sup>32</sup> wie sie in der Europäischen Union<sup>33</sup> anzuwenden sind, und den ergänzend nach § 315e Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften aufgestellten Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts der HHLA AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlusses und Konzernlageberichts
- Integrierte Planungsrechnung von HHLA für die Geschäftsjahre 2026 bis 2030<sup>34</sup>
- Präsentationen und Aufgliederungen von HHLA zum Geschäftsmodell und der Strategie sowie zu Einzelheiten der vorgelegten Planungsrechnung und zu Entwicklungen der Vergangenheit
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters und das zur Wertableitung verwendete Bewertungsmodell<sup>35</sup>
- Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld von HHLA

<sup>31</sup> Wir haben auf die Einsichtnahme in Protokolle, die ausschließlich Vorstandsangelegenheiten und dort insbesondere Performance-Themen betreffen, und die für die Angemessenheitsprüfung deshalb keine Bedeutung haben, verzichtet. Das Protokoll der Sitzung des Aufsichtsrats der HHLA AG vom 24. März 2026 liegt bislang nur als nicht final abgestimmter Entwurf vor.

<sup>32</sup> „IFRS“.

<sup>33</sup> „EU“.

<sup>34</sup> „Detailplanungsphase“

<sup>35</sup> Wir haben die Bewertungsmodelle und weitere Modelle (insbesondere zur Herleitung der Kapitalmarktdaten) als sogenannte Wertekopie zu unseren Akten genommen. Für Zwecke der Prüfung hat uns der Bewertungsgutachter zusätzlich einen lesenden virtuellen Zugang zu seinen Originalmodellen verschafft.

- Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main,<sup>36</sup> vom 24. Februar 2026 zum gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs gemäß § 5 WpÜG-AngebV<sup>37</sup> für die Aktie der Hamburger Hafen und Logistik AG vor dem 5. Januar 2026, also zum Stichtag 4. Januar 2026 (einschließlich)
29. Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns bereitwillig erteilt.
  30. Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns vor allem auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Global Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City, New York/USA,<sup>38</sup> gelieferten Daten gestützt.
  31. Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden keine divergierenden Auffassungen. Prüfungsfeststellungen wurden vom Bewertungsgutachter berücksichtigt.
  32. Die geschäftsführenden Organe von PoH und HHLA AG haben uns gegenüber mit heutigem Datum jeweils eine berufsbliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt worden sind.
  33. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung (20. April 2026) und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der HHLA AG über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (11. Juni 2026), der den Bewertungsstichtag bestimmt,<sup>39</sup> wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Zeichnung der Gutachtlichen Stellungnahme bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung der angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen. Diesbezüglich werden wir am Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der HHLA AG Erklärungen zur Aktualisierung der Vollständigkeitserklärungen einholen und eine Stichtagserklärung zur Angemessenheit der Barabfindung erteilen.
  34. Über das Ergebnis unserer Angemessenheitsprüfung erstatten wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG in sinngemäßer Anwendung des § 293e AktG den folgenden Bericht.
  35. Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die oben genannten Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der HHLA AG<sup>40</sup> und die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.<sup>41</sup>
  36. Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte

<sup>36</sup> „BaFin“.

<sup>37</sup> „3M-VWAP“.

<sup>38</sup> „S&P Global“.

<sup>39</sup> Vgl. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

<sup>40</sup> Einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der Gesellschaft oder für sonstige Veröffentlichungen, Auslagen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung.

<sup>41</sup> Auch in sich etwa der beschlussfassenden Hauptversammlung anschließenden Gerichtsverfahren wie insbesondere Anfechtungsklagen, Freigabeverfahren und Spruchverfahren.

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

37. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den an der Übertragung beteiligten Gesellschaften und ihren Anteilshabern gelten §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293d Abs. 2 AktG, 323 HGB.

## B. Gegenstand, Art und Umfang der Angemessenheitsprüfung

38. Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist bei einem aktienrechtlichen Squeeze-out die Angemessenheit der Barabfindung zu prüfen. Die Vorschriften für den aktienrechtlichen Squeeze-out<sup>42</sup> verweisen im Übrigen vor allem auf die Bestimmungen, die für den Abschluss von Unternehmensverträgen zum Schutz der Minderheiten erlassen worden sind – und die sinngemäß anzuwenden sind.<sup>43</sup>
39. Gegenstand der Prüfung ist bei einem aktienrechtlichen Squeeze-out allein die Angemessenheit der Barabfindung,<sup>44</sup> nicht jedoch das Vorliegen der Gewährleistung eines Kreditinstituts, die Beteiligung des Hauptaktionärs von mindestens 95 %, die Rechtmäßigkeit des Übertragungsberichts, die steuerlichen Folgen oder die Solvenz des Hauptaktionärs. Der Prüfer hat die Ermittlung der Höhe der Barabfindung nachzuvollziehen und zu erklären, ob er die so ermittelte Abfindung für angemessen hält.<sup>45</sup>
40. Der zu erstattende<sup>46</sup> Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung angemessen ist.<sup>47</sup> Dabei ist anzugeben,<sup>48</sup>
- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist;
  - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
  - welche Barabfindung 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 der festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrundeliegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

---

<sup>42</sup> § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG.

<sup>43</sup> §§ 293d, 293e AktG.

<sup>44</sup> § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG.

<sup>45</sup> Vgl. MüKoAktG, Grunewald, § 327c, Rz 11.

<sup>46</sup> § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG.

<sup>47</sup> § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

<sup>48</sup> § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG.

## C. Übergreifende Prüfungsfeststellungen

### I. Methoden zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung

41. Beim Ausschluss von Minderheitsaktionären oder dem Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags ist Minderheits- bzw. außenstehenden Aktionären eine angemessene Kompensation (Abfindung bzw. Ausgleichszahlung) für die Aufgabe ihres Eigentums an der Aktie bzw. die Verminderung ihrer Rechte in einem Vertragskonzern zu gewähren.
42. Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen<sup>49</sup> und entsprechend der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die geeignete Basis zur Ermittlung des Werts eines Anteils an diesem Unternehmen und damit zur Bestimmung einer Abfindung. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes. Damit wird dem von der Rechtsprechung entwickelten Postulat der Abfindung zum vollen Wert der Beteiligung entsprochen.
43. Eine bestimmte Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts ist rechtlich nicht vorgegeben. Die angewandte Methode muss allerdings in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.<sup>50</sup> Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wird die Schätzung des „vollen wirklichen“ Werts im Allgemeinen mit Hilfe einer fundamentalen Unternehmensbewertung vorgenommen.
44. Bei Unternehmen, deren Anteile an Börsen gehandelt werden, kann der Börsenkurs nach der neueren Rechtsprechung des BGH unter bestimmten Umständen eine Fundamentalbewertung ersetzen.<sup>51</sup> Allerdings können im Einzelfall gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen.
45. Von der Frage einer Berücksichtigung des Börsenkurses als Methode zur Bewertung eines Unternehmens bzw. eines Unternehmensanteils zu unterscheiden ist die Frage, ob der Börsenkurs als Untergrenze einer Barabfindung zu berücksichtigen ist.
46. Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung darf bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen der Börsenkurs jedenfalls nicht unberücksichtigt bleiben.<sup>52</sup> Nachdem dies zunächst für den Fall des Abschlusses von Unternehmensverträgen entschieden worden war,<sup>53</sup> hat das BVerfG inzwischen klargestellt, dass die in den vorgenannten Beschlüssen formulierten Grundsätze und Vorgaben entsprechend auch für Verschmelzungen heranzuziehen sind, somit einen allgemeingültigen Charakter haben.<sup>54</sup>

<sup>49</sup> Vgl. insbesondere BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, a.a.O., und BGH, Beschluss vom 12. März 2001 („DAT/Altana“), II ZB 15/00, a.a.O.

<sup>50</sup> Vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 („Nestlé Deutschland“), II ZB 25/14, AG 2017, S. 790 ff.

<sup>51</sup> Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“), II ZB 12/21, openJur 2023, 4380, und Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/Kabel Deutschland“), II ZB 5/22, openJur 2024, 4211.

<sup>52</sup> Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), 1 BvR 1613/94, a.a.O., BGH, Beschluss vom 12. März 2001, („DAT/Altana“), a.a.O., und vom 19. Juli 2010, („Stollwerck“), II ZB 18/09, openJur 2010, 11922.

<sup>53</sup> Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), 1 BvR 1613/94, a.a.O.

<sup>54</sup> Vgl. BVerfG, Beschluss vom 26. April 2011 („Deutsche Telekom/T-Online“), 1 BvR 2658/10, openJur 2012, 133638, und vom 24. Mai 2012 („Daimler-Benz/Chrysler“), 1 BvR 3221/10, openJur 2013, 26198.

47. Aus rechtlichen Erwägungen kann der Börsenkurs nach der bisherigen Rechtsprechung als Preis der Aktie zumindest als Untergrenze für die Bemessung einer Kompensationsleistung herangezogen werden. Insofern ist ein Desinvestitionspreis maßgeblich. Bei diesem handelt es sich um den Preis, zu dem eine einzelne Aktie – nicht ein Aktienpaket oder gar das Unternehmen als Ganzes – unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme am Markt hätte veräußert werden können. Zur Bestimmung der Untergrenze einer Abfindung durch einen Börsenkurs kommt es lediglich darauf an, ob tatsächlich eine Veräußerung zu diesem Kurs möglich war.
48. Bei der Umrechnung des ermittelten gesamten Unternehmenswerts auf eine Aktie sind eventuelle Besonderheiten des jeweiligen Bewertungsobjekts<sup>55</sup> gegebenenfalls durch eine von der quotalen Aufteilung abweichende Aufteilung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen.
49. Die bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre geschuldete Abfindung kann sich darüber hinaus auch aus dem Barwert der Ausgleichszahlungen ergeben, die nach einem zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre bestehenden Unternehmensvertrag zu leisten sind. Da der Ausgleichsanspruch nur die Aussicht auf Dividende ersetzt, nicht aber den Anteil an der Vermögenssubstanz, stellt dieser Barwert regelmäßig nur den Mindestwert der Abfindung dar.<sup>56</sup>
50. Auf die Berücksichtigung von Preisen, die ein Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens an andere Aktionäre gezahlt hat („Vorerwerbspreise“), besteht verfassungsrechtlich bei der Bemessung der Barabfindung kein Anspruch.<sup>57</sup>

## II. Bewertung mit dem Börsenkurs

51. Aus rechtlichen Erwägungen kann der Börsenkurs nach der bisherigen Rechtsprechung als Preis der Aktie zumindest als Untergrenze für die Bemessung einer Kompensationsleistung herangezogen werden. Insofern ist ein Desinvestitionspreis maßgeblich.<sup>58</sup>
52. Während das Ausmaß der Informationseffizienz und die damit verbundene angemessene Bepreisung bzw. „richtige“ Bewertung durch den Markt bei der Bestimmung der Untergrenze einer Abfindung nicht maßgeblich ist, lässt sich der Unternehmenswert aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht nur dann zweifelsfrei aus Börsenkursen ableiten, wenn der Kapitalmarkt streng informations- und allokatationseffizient ist.
53. Soweit für Unternehmensanteile Börsenkurse vorliegen, sind diese allerdings gemäß IDW S 1 zur Plausibilitätsbeurteilung der nach anerkannten wirtschaftswissenschaftlichen Methoden ermittelten fundamentalen Unternehmenswerte heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.<sup>59</sup>
54. In der Vergangenheit hat die Rechtsprechung allerdings mehrfach entschieden, dass bei börsennotierten Gesellschaften für Bewertungszwecke im Rahmen von aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen allein auf den Börsenkurs abgestellt werden und

<sup>55</sup> Z.B. unterschiedliche Aktiengattungen.

<sup>56</sup> Vgl. BGH, Beschluss vom 15. September 2020 („Wella“), II ZB 6/20, AG 2020, S. 949 ff.

<sup>57</sup> Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), a.a.O.

<sup>58</sup> Vgl. Abschnitt C.I.

<sup>59</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 15.

eine Abfindung oder eine Wertrelation anhand der Börsenkurse der beteiligten Unternehmen ermittelt werden kann.<sup>60</sup>

55. Danach kann der Rückgriff auf den Börsenkurs eines Unternehmens eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts sein. Die Berücksichtigung des Börsenkurses beruhe auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Eine strenge Allokations- und Informationseffizienz sei nicht erforderlich. Wenn im Einzelfall von einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt nicht ausgegangen werden kann, könne der Unternehmenswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.
56. In der Rechtsprechung werden Kriterien für die Beurteilung der Frage diskutiert, ob sich aus beobachteten Börsenkursen im jeweiligen Einzelfall der „wahre Wert“ einer Beteiligung ableiten lässt. Aus der Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und der betriebswirtschaftlichen Praxis sind in Bezug auf diese Frage umfassende ökonomische Analysen und weitergehende Handlungen für die Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen erforderlich. Das IDW hat die Arbeitsgruppe „Würdigung der Angemessenheit des Börsenkurses“ eingerichtet, um diese Fragestellungen vertieft zu analysieren und in einem Standard darzustellen. Der FAUB hat den IDW Standard Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) am 18. November 2025 verabschiedet.
57. IDW S 17 führt zu der Frage, ob sich aus beobachteten Börsenkursen der „wahre Wert“ einer Beteiligung ableiten lässt, sechs Beurteilungskriterien und ihre Ausprägungen im Einzelnen auf. Die Ausprägungen werden für jedes dieser Kriterien nach einem Ampelsystem bewertet. Liegt mindestens bei einem Beurteilungskriterium eine rote Ausprägung vor, darf der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden. Maßgeblich ist in diesem Fall der objektivierte Unternehmenswert. Sofern bei mindestens einem Beurteilungskriterium eine gelbe Ausprägung vorliegt, ist die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts in jedem Fall erforderlich. Nur wenn die Ausprägungen aller Beurteilungskriterien als grün angesehen werden, kann der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert maßgeblich als Indikation für den „wahren“ Wert herangezogen werden.<sup>61</sup>
58. Die Beurteilungskriterien und ihre Ausprägungen ergeben sich im Einzelnen wie folgt:<sup>62</sup>
  - Struktur der Anteilseigner
    - Atomistische Struktur oder beherrschender Einfluss einzelner Anteilseigner oder einer Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner, der erst durch eine zeitnahe Transaktion zwischen einer Vielzahl voneinander unabhängigen freien Parteien zustande gekommen und der dabei mehrheitlich akzeptierte Preis im zu beurteilenden Börsenkurs reflektiert ist
    - Faktische Beherrschung durch einen oder eine Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner
    - Vertragliche Beherrschung (§ 291 AktG)

<sup>60</sup> Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“), II ZB 12/21, a.a.O., und BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/Kabel Deutschland“), II ZB 5/22, a.a.O.

<sup>61</sup> Vgl. IDW S 17, Rz. 32 ff.

<sup>62</sup> Vgl. IDW S 17, Rz. 36 ff.

- Liquidität des Aktienhandels<sup>63</sup>
  - Mindestens vergleichbar mit der üblichen Liquidität von Unternehmen des Aktienindex MDAX
  - Liquidität nicht vergleichbar mit der üblichen Liquidität von Unternehmen des Aktienindex MDAX
  - Kriterien von § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG oder § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV erfüllt
- Marktabdeckung<sup>64</sup>
  - Breite und aktuelle Marktabdeckung, die geeignete Informationen in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert liefert und Prognosen mit relativ geringer Spannweite
  - Aktuelle Marktabdeckung, aber deutliche Abweichungen zwischen den Prognosen, oder Einschätzungen wesentlich durch vom vollen wirtschaftlichen Wert unabhängigen Einflussfaktoren bestimmt
  - Keine aktuellen Publikationen von professionellen Marktbeobachtern, die geeignete Informationen in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert liefern
- Umfang der Berichterstattung
  - Wertpapier im regulierten Markt oder in einem ausländischen vergleichbaren Börsensegment notiert, so dass höchste Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern bestehen und diese auch vollumfänglich beachtet werden oder freiwillige Veröffentlichung in einem vergleichbareren Umfang und in einer vergleichbaren zeitlichen Nähe zu den dortigen Berichterstattungspflichten
  - Handel des Wertpapiers im Freiverkehr – nach Antrag und Zustimmung des Emittenten
  - Handel des Wertpapiers im Freiverkehr – ohne Antrag oder Zustimmung des Emittenten
- Stichtagsprinzip
  - Operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und wirtschaftliche Rahmenbedingungen zwischen Referenzzeitraum für den Börsenkurs und Bewertungsstichtag nicht deutlich verändert
  - Operative und finanzielle Struktur oder wirtschaftliche Rahmenbedingungen zwischen Referenzzeitraum für den Börsenkurs und Bewertungsstichtag deutlich verändert<sup>65</sup>
- Kursbeeinflussung
  - Keine offensichtlichen Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung
  - Offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung
  - Behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße gegen die Vorschriften der Marktmissbrauchsverordnung<sup>66</sup>

59. In der Literatur ist der am 14. Mai 2025 vorgelegte Entwurf des IDW S 17 mehrfach kommentiert worden.<sup>67</sup> Teils wird die Auffassung vertreten, ein Ampelsystem mit sechs gleichwertigen Beurteilungskriterien ginge deutlich über die Anforderungen des BGH hinaus. Wir sind ebenfalls der Auffassung, dass die sechs Kriterien nicht gleichgewichtig nebeneinanderstehen. Bei der Bildung eines Gesamturteils ist zu würdigen, dass einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch den Kapitalmarkt und einer uneingeschränkten Verkehrsfähigkeit vor allem durch die Beurteilungskriterien Liquidität des Aktienhandels, Umfang der Berichterstattung und Abwesenheit einer Kursbeeinflussung Rechnung getragen

<sup>63</sup> Gemessen z.B. anhand des relativen Bid-Ask-Spreads, des relativen und absoluten Handelsvolumens pro Tag, des Handelsumsatzes pro Tag oder der Anzahl der Handelstage.

<sup>64</sup> Sammlung und Würdigung von Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld sowie Publikation der daraus gewonnenen Einschätzungen zum vollen wirtschaftlichen Wert durch professionelle Marktbeobachter, wie z.B. Analysten, Ratingagenturen oder institutionelle Marktteilnehmer.

<sup>65</sup> Ein unternehmensbezogener Anhaltspunkt dafür ist, wenn die Gesellschaft zwischen dem Börsenkursstichtag und dem Bewertungsstichtag eine Ad-hoc-Mitteilung, für die die Vermutung einer kursbeeinflussenden Tatsache gilt, zu einem Unternehmensereignis herausgegeben hat.

<sup>66</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinie 2003/124/EG und 2004/72/EG der Kommission.

<sup>67</sup> Vgl. z.B. Ruthardt, AG 2025, S. 557 ff., und Decher, AG 2025, S. 572 ff.

wird. Im Übrigen sind wir der Auffassung, dass die verabschiedete Fassung des IDW S 17 den Stimmen in der Literatur angemessen Rechnung trägt.

### III. Bewertungsgrundsätze und -methoden

60. Die Anwendung einer bestimmten Bewertungsmethode ist weder nach dem Verfassungsrecht noch nach dem einfachen Recht vorgegeben.
61. Der Wert eines Unternehmens ergibt sich regelmäßig aus dem Nutzen, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements in Zukunft erbringen kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
62. In Betriebswirtschaftslehre, Rechtsprechung und Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundsätze, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden, herausgebildet. Diese haben ihren Niederschlag insbesondere im IDW S 1 gefunden.
63. Im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung und der langjährigen Bewertungspraxis ist der fundamentale Unternehmenswert nach den Grundsätzen des IDW S 1 bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen als ein von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängiger Wert (objektivierter Unternehmenswert) und unter unmittelbarer Berücksichtigung der Besteuerung der Anteilseigner („nach persönlichen Steuern“) zu ermitteln, da in diesen Fällen ein Interessensgegensatz zwischen verschiedenen Parteien besteht und eine Gleichbehandlung erforderlich ist.<sup>68</sup>
64. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus der Perspektive eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Eigenkapitalgebers dar. AnnahmegermäÙ ist dieser über die Verhältnisse des Unternehmens und des Marktes umfassend informiert und hat keine anderen Interessen in Bezug auf das Bewertungsobjekt als seine finanzielle Beteiligung.<sup>69</sup>
65. Die nachfolgende Darstellung soll allgemeine Bewertungsgrundsätze beschreiben, bezieht sich in der konkreten Ausgestaltung aber ausschließlich auf den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1.

---

<sup>68</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 20.

<sup>69</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 19.

## 1. Zukunftserfolgswert

66. Der Zukunftserfolgswert entspricht dem Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner,<sup>70</sup> was sich wie folgt veranschaulichen lässt:

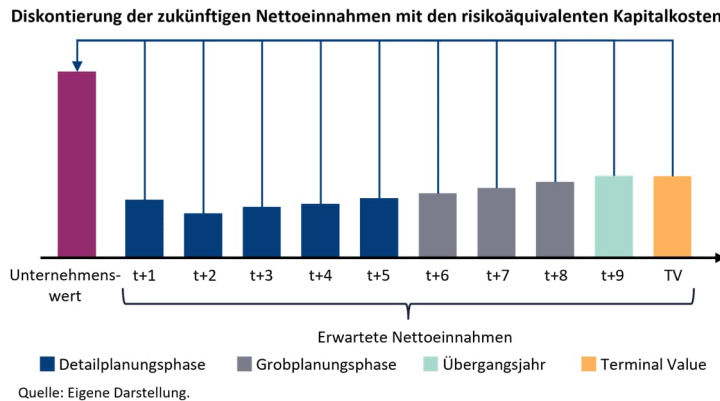


Abbildung 4 Zukunftserfolgswert

67. Der Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Beide Verfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.<sup>71</sup>
68. Der Ertragswert ermittelt sich als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse. Diese Überschüsse werden aus den künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens sowie den finanziellen Ergebnissen aus Veräußerungen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. den Wertansätzen anderer gesondert bewerteter Vermögenswerte abgeleitet.<sup>72</sup>
69. Eine sachgerechte Anwendung des Kapitalwertkalküls setzt voraus, dass Zähler (Einnahmen der Anteilseigner) und Nenner (Kapitalisierungszinssatz) der Bewertungsgleichung unter anderem hinsichtlich Unsicherheit, Breite und zeitlicher Struktur äquivalent sein müssen (Äquivalenzprinzip). Dem zentralen Grundsatz der Risikoäquivalenz kann entweder mit der Sicherheitsäquivalenzmethode oder mit der Risikozuschlagsmethode Rechnung getragen werden. Da die Bezifferung von Sicherheitsäquivalenten insbesondere im Hinblick auf eine Typisierung von Anteilseignern bis dato nicht überzeugend gelöst werden konnte, hat sich die Risikozuschlagsmethode – zumindest bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten – in Wissenschaft, Rechtsprechung und Bewertungspraxis durchgesetzt.<sup>73</sup>
70. Im Hinblick auf die Problematik einer eindeutigen Abgrenzung sollte bei der Risikozuschlagsmethode nicht zwischen unternehmensspezifischen und allgemeinen Risiken unterschieden werden, sondern das

<sup>70</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 8, 34.

<sup>71</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. .

<sup>72</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 47.

<sup>73</sup> Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Düsseldorf 2018, Kapitel A, Rz. 210 ff. Dabei steht der Begriff „Breite“ für die absolute Höhe und das künftige Wachstum der Überschüsse sowie die zugehörigen Währungen und die Besteuerung.

gesamte Risiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Im Zähler der Bewertungsgleichung sind deshalb stets (realistische) Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse bzw. der Einnahmen der Anteilseigner anzusetzen.<sup>74</sup>

71. Sofern sich aus der Analyse der Managementplanung ergibt, dass die vorgelegte Planungsrechnung entweder nicht vollständig den Anforderungen an eine integrierte Planung<sup>75</sup> entspricht oder nicht erwartungswerttreu ist, hat der Wirtschaftsprüfer in der Funktion des neutralen Gutachters sowie des neutralen Sachverständigen die Managementplanung entsprechend anzupassen oder zu ergänzen.<sup>76</sup> Diese sogenannte Zukunftserfolgsplanung ist bei der Bewertung zugrunde zu legen. Gleichwohl bleibt die Verantwortung für die Managementplanung beim Management des Unternehmens.<sup>77</sup>
72. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen.<sup>78</sup> Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen und/oder aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.<sup>79</sup>
73. Im Rahmen der Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse ist zu beurteilen, ob und gegebenenfalls in welchem Umfang Synergieeffekte zu berücksichtigen sind. Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderungen der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Der IDW S 1 unterscheidet in seiner vor dem 11. Februar 2026 gültigen Fassung zwischen echten und unechten Synergien.
74. Echte Synergien betreffen Veränderungen, die erst infolge der Maßnahme, die Anlass der Bewertung ist (z.B. ein aktienrechtlicher Squeeze-out), realisierbar sind. Unechte Synergieeffekte sind auch ohne den Bewertungsanlass realisierbar. Nach der vor dem 11. Februar 2026 gültigen Fassung des IDW S 1 waren bei einer objektivierten Bewertung nur die unechten Synergien zu berücksichtigen und diese auch nur dann, wenn die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind und nur soweit sie auf das Bewertungsobjekt entfallen.<sup>80</sup>
75. Diese Unterscheidung wird in der aktuellen Fassung des IDW S 1 nicht mehr getroffen. Danach sind die zu erwartenden Zukunftserfolge aus einem Verbund von einem neutralen Gutachter bzw. Sachverständigen in jedem Fall anzusetzen, soweit zum Bewertungsstichtag der wirtschaftliche Verbund bereits verwirklicht ist.<sup>81</sup>
76. Soweit zum Bewertungsstichtag die konkrete Möglichkeit und Erwartung besteht, einen solchen wirtschaftlichen Verbund neu einzugehen, zu intensivieren oder zu erweitern, ist von einem neutralen Gutachter bzw. Sachverständigen unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen zu entscheiden, ob und in welcher Höhe zusätzliche positive oder negative Auswirkungen auf

<sup>74</sup> Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 332.

<sup>75</sup> Abstimmbarkeit zwischen Planung der Gewinn- und Verlustrechnung („GuV“), der Bilanz und der Finanzbedarfsrechnung.

<sup>76</sup> Diese gilt auch bei vollständigem Fehlen einer Managementplanung.

<sup>77</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 54 f.

<sup>78</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 60.

<sup>79</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 64.

<sup>80</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 33 f.

<sup>81</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 81.

die Zukunftserfolge zu berücksichtigen sind. Dabei ist darauf abzustellen, ob eine solche Maßnahme aus der Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik zu erwarten wäre. Die Maßnahme und die aus ihr erwarteten Zukunftserfolge müssen ferner plausibel sein. Es ist hingegen nicht Aufgabe des Wirtschaftsprüfers, alle denkbaren künftigen synergiestiftenden Maßnahmen zu beurteilen.<sup>82</sup>

77. Da Synergien nur gemeinsam realisiert werden können, ist nicht darauf abzustellen, wo im wirtschaftlichen Verbund die Synergien tatsächlich anfallen. Vielmehr sind die Synergien angemessen aufzuteilen. Die Aufteilung der Synergien hat der neutrale Gutachter bzw. Sachverständige einzelfallabhängig anhand nachvollziehbarer Kriterien und unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen.<sup>83</sup>
78. Bei der Bewertung von Unternehmen, die Obergesellschaft eines Konzerns sind, können die finanziellen Überschüsse nach verschiedenen Methoden ermittelt werden.<sup>84</sup> Die im jeweiligen Einzelfall sachgerechte Methode ergibt sich aus dem Planungs- und Steuerungsansatz des Konzerns und unter Berücksichtigung der Frage, ob eine Darstellung auch der Werte einzelner Konzernunternehmen sinnvoll, gewünscht oder erforderlich ist.
79. Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts<sup>85</sup> und rechtlicher Restriktionen, z.B. regulatorischer Vorgaben, tatsächlich für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.<sup>86</sup>
80. Soweit die Planung zwei oder drei Phasen unterscheidet, ergibt sich für die erste<sup>87</sup> und gegebenenfalls zweite<sup>88</sup> Phase eine Aufteilung der Überschüsse in Ausschüttungen und in thesaurierte Mittel einschließlich deren Verwendung auf Basis des individuellen Geschäftsmodells. Dabei sind die bisherige und die geplante Ausschüttungspolitik, die geplante Eigenkapitalausstattung und die steuerlichen Rahmenbedingungen zu reflektieren. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen.<sup>89</sup>
81. Für die zweite bzw. dritte Phase<sup>90</sup> ist typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens zu dem der Alternativanlage äquivalent ist. Für die Wiederanlage thesaurierter Mittel wird dabei angenommen, dass diese entweder durch eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszinssatz vor Ertragsteuern der Gesellschaft oder wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der Thesaurierungen bei den Anteilseignern abgebildet werden kann.<sup>91</sup>

<sup>82</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 82.

<sup>83</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 83.

<sup>84</sup> Stufenweise durch Vereinnahmung der Ergebnisse im Beteiligungsergebnis des jeweils beteiligten Unternehmens oder simultan durch Summierung und Konsolidierung. Daneben kann die Bewertung von Konzernen auch durch eine Addition der Werte jedes einzelnen Konzernunternehmens unter Berücksichtigung der Beteiligungsverhältnisse durchgeführt werden („sum-of-the-parts“).

<sup>85</sup> Einschließlich der Planung von Ausschüttungen.

<sup>86</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 85.

<sup>87</sup> Die sogenannte „Detailplanungsphase“.

<sup>88</sup> Die sogenannte „Grobplanungsphase“.

<sup>89</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 86.

<sup>90</sup> Die sogenannte „Fortführungsphase“.

<sup>91</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 87.

82. Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der frei für den Investor verwendbaren Überschüsse bestimmt. Daher ist grundsätzlich auf den Nettozufluss abzustellen, sodass sämtliche Steuerzahlungen unabhängig von der Ebene ihres Anfalls zu berücksichtigen sind. Somit ist es sachgerecht, die Zukunftserfolge neben Unternehmenssteuern auch um die persönlichen Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber zu kürzen und mit einem – ebenfalls – um persönliche Ertragsteuern reduzierten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren.<sup>92</sup>
83. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen, bei denen auf die Interessen von abzufindenden Gesellschaftern abzustellen ist, ist der objektivierte Unternehmenswert – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – dabei aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Eigenkapitalgeber zu ermitteln.<sup>93</sup>
84. Im derzeit geltenden System der Abgeltungsteuer unterliegen die Einkünfte des typisierten Anteilseigners aus Dividenden und Veräußerungsgewinnen infolge von Wertsteigerungen (Kursgewinnen) – ebenso wie dessen Zinseinkünfte – einem einheitlichen kombinierten Nominalsteuersatz von 26,375 %.<sup>94</sup> Für ausgeschüttete Gewinne ergibt sich die daraus resultierende effektive Steuerbelastung unmittelbar aus einem Abzug der nominellen Steuerbelastung.
85. Aufgrund des Zinseffektes ist die effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne von der persönlichen Haltedauer des Anteilseigners abhängig. Nach Ansicht des FAUB ist es sachgerecht, bei Abschätzung des effektiven persönlichen Steuersatzes für Veräußerungsgewinne von langen Haltedauern und einer entsprechend geringeren effektiven Steuerbelastung der thesaurierten Gewinne auszugehen.
- Der FAUB empfiehlt, von einer effektiven Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes auszugehen.<sup>95</sup> Als effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne ist demzufolge derzeit ein Steuersatz von 13,1875 % anzusetzen.
86. Der zur Ableitung des Barwerts der Nettozuflüsse anzusetzende Kapitalisierungszinssatz stellt die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten bestmöglichen Alternativanlage dar.<sup>96</sup> Diese Rendite lässt sich nach dem CAPM in eine risikolose Verzinsung (Basiszinssatz) und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.<sup>97</sup>
87. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der – gegebenenfalls um eine Grobplanungsphase ergänzten – Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.<sup>98</sup>
88. Ein gegebenenfalls vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist im Rahmen der Unternehmensbewertung grundsätzlich gesondert neben dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens

<sup>92</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 90.

<sup>93</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 91.

<sup>94</sup> Einkommensteuer einschließlich Solidaritätszuschlag; die Kirchensteuer wird nicht berücksichtigt.

<sup>95</sup> Für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2009; vgl. FAUB, IDW-FN 2007, S. 443 ff.

<sup>96</sup> Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 331.

<sup>97</sup> Vgl. dazu im Einzelnen IDW S 1, Rz. 114 ff.

<sup>98</sup> Vgl. im Einzelnen dazu IDW S 1, Rz. 123 ff.

zu berücksichtigen. Es umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird. Eine Berücksichtigung als Sonderwert kommt auch für andere Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, in Betracht.

## 2. Liquidationswert und Substanzwert

89. Gemäß IDW S 1 kommt der Liquidationswert als Untergrenze für den Unternehmenswert in Betracht, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben würden, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.<sup>99</sup>
90. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Werte und Schulden. Da dem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts in der Regel keine eigenständige Bedeutung zu.

## 3. Vereinfachte Preisfindungen

91. Neben den Zukunftserfolgswertverfahren kommen in der Bewertungspraxis regelmäßig auch Bewertungsverfahren zur Anwendung, bei denen auf aus beobachtbaren Marktpreisen abgeleiteten Multiplikatoren abgestellt wird. Der Unternehmenswert ist gemäß diesen Bewertungsverfahren aus der Übertragung von Multiplikatoren auf das Bewertungsobjekt abzuleiten.<sup>100</sup>
92. Bei Multiplikatormethoden sind für eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen<sup>101</sup> deren beobachtbare Marktpreise in Relation zu einer definierten Bezugsgröße zu setzen. Der so gewonnene Multiplikator ist dann mit der Ausprägung der ausgewählten Bezugsgröße des Bewertungsobjekts zu multiplizieren.<sup>102</sup>
93. Multiplikatormethoden können konzeptionell in das nachhaltige Ergebnis eines vereinfachten Zukunftserfolgswertverfahrens überführt werden. Im Vergleich zu einem Zukunftserfolgswertverfahren, bei dem regelmäßig mehrjährige Planungen explizit einfließen, stellen Multiplikatormethoden somit inhärent vereinfachte Verfahren dar.<sup>103</sup>
94. Die Bewertung von Unternehmen mittels Multiplikatormethoden kann daher nur dem Zweck einer vereinfachten Preisfindung sowie der Plausibilitätsbeurteilung zukunftsorientierter Bewertungen dienen. Multiplikatormethoden können zudem insbesondere im Transaktionsumfeld Anwendung finden.<sup>104</sup>
95. Multiplikatoren werden entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen<sup>105</sup> oder aus vergleichbaren Transaktionen<sup>106</sup> abgeleitet.

<sup>99</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 151.

<sup>100</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 136.

<sup>101</sup> „Peers“; gemeinsam „Peer Group“.

<sup>102</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 137.

<sup>103</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 138.

<sup>104</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 140.

<sup>105</sup> Sogenannte Trading Multiples.

<sup>106</sup> Sogenannte Transaction Multiples.

96. Die auf Basis von Multiplikatoren ermittelten Werte können in der Regel nur einen ersten groben Anhaltspunkt geben. Zum einen berücksichtigen einige Multiplikatoren unternehmensspezifische Ertrags- und Kostenstrukturen nicht hinreichend. Zum anderen sind die Prognosezeiträume der Schätzungen von Analysten für die Vergleichsunternehmen oftmals nicht lang genug, um die auf Grundlage interner Daten in einer fernerer Zukunft für das Bewertungsobjekt erwarteten Veränderungen angemessen berücksichtigen zu können. Schließlich können auch weitere Besonderheiten des Bewertungsobjekts, wie z.B. Verlustvorträge und nicht betriebsnotwendiges Vermögen, die Aussagekraft von Multiplikator-Bewertungen einschränken.
97. Bei aus Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist darüber hinaus zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise von der Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Transaktionsmultiplikatoren oftmals durch erwerberspezifische Besonderheiten, wie Synergieerwartungen, eine vom Erwerber gezahlte Kontrollprämie zur Erreichung einer hohen Anteilsquote oder Nebenabreden in Kaufverträgen, geprägt sind.<sup>107</sup>
98. Zusammenfassend hält das IDW fest, dass Multiplikatorverfahren je nach Bewertungsanlass einen unterschiedlichen Stellenwert in der Unternehmensbewertung haben. Sie können jedoch ein Zukunftserfolgswertverfahren als eigenständiges Bewertungsverfahren nicht ersetzen, sondern dienen primär der Plausibilitätsbeurteilung von mit Zukunftserfolgswertverfahren ermittelten Unternehmenswerten.<sup>108</sup>

#### 4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse

99. Der nach den im IDW S 1 dargestellten Grundsätzen ermittelte Unternehmenswert oder Wert von Unternehmensanteilen ist zu unterscheiden von Preisen für diese. Der Preis für Unternehmen bildet sich auf Märkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird im Wesentlichen von der Nutzenschätzung der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Dieser kann insbesondere je nach dem Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage, den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik<sup>109</sup> sowie unterschiedlichen Informationsgrundlagen mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens oder dem Wert des Unternehmensanteils abweichen.<sup>110</sup>
100. Ungeachtet dessen sind tatsächlich gezahlte Preise für das zu bewertende Unternehmen oder Unternehmensteile – sofern eine ausreichende Zeitnähe der Preisbildung gegeben ist – zur Plausibilitätsbeurteilung von Unternehmens- und Anteilswerten heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich auf die Preisbildung ausgewirkt haben können, zu analysieren.

Bei sachlich nicht begründbaren wesentlichen Abweichungen zwischen dem ermittelten Zukunftserfolgswert und beobachtbaren Preisen hat der Wirtschaftsprüfer die der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen zu hinterfragen. Dies gilt insbesondere bezüglich der Zukunftserfolgsplanung, da sich aus solchen Abweichungen Hinweise ergeben können, ob die dort getroffenen Annahmen nach oben oder unten verzerrt und deshalb im Einzelfall anzupassen sind.

<sup>107</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 144.

<sup>108</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 14.

<sup>109</sup> Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz.

<sup>110</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 40.

101. Insofern ergänzt die Analyse von beobachtbaren Preisen die Unternehmensbewertung nur, ersetzt sie aber nicht.<sup>111</sup>
102. So beruhen Unternehmensbewertungen auf hinsichtlich Plausibilität beurteilten Annahmen zum Bewertungsobjekt, insbesondere auf in der Regel dem Kapitalmarkt und einer breiteren Öffentlichkeit nicht zugänglichen internen Planungsrechnungen und Erläuterungen des Managements zum Unternehmenskonzept.<sup>112</sup>
103. Die Rechtsprechung hält eine Bewertung mit Börsenkursen grundsätzlich für eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts. Bei Erfüllung der Kriterien, die für die Maßgeblichkeit von Börsenkursen für die Bemessung von Kompensationsleistungen gefordert werden, kann eine Bewertung mit Börsenkursen eine Zukunftserfolgsbewertung im Einzelfall ersetzen.<sup>113</sup>
104. Vorerwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einer Strukturmaßnahme entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Abfindung bzw. des angemessenen Ausgleichs in der Regel keine Rolle. Nur in besonders gelagerten Ausnahmefällen können diese von Gerichten bei der Schätzung des Unternehmenswerts herangezogen werden.<sup>114</sup>

#### IV. Prüfungsvorgehen

105. Der Bewertungsgutachter trägt der gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung Rechnung, indem er zunächst beurteilt hat, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden in diesem Fall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet.
106. Bei der Überprüfung, ob der Börsenkurs der A-Aktie maßgeblich als Indikation für den „wahren“ Wert der Beteiligung an der A-Sparte herangezogen werden kann, sind die Beurteilungskriterien der Rechtsprechung zugrunde zu legen, die im IDW S 17 aufgegriffen werden. Bei der Gesamtbeurteilung haben wir der unterschiedlichen Bedeutung und der jeweiligen Ausprägung der einzelnen Kriterien Rechnung getragen.
107. Zur Plausibilisierung der Relevanz des Börsenkurses für die Festsetzung der angemessenen Abfindung für die A-Aktien hat der Bewertungsgutachter darüber hinaus Bandbreiten des Unternehmenswerts der A-Sparte unter Verwendung der in der Praxis der Unternehmensbewertung und der gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung anerkannten Methoden ermittelt. Dies ist insbesondere der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1. Bei unserer Prüfung haben wir uns umfassend mit dem so ermittelten Zukunftserfolgswert auseinandergesetzt und dabei auch reflektiert, ob der Liquidationswert als Untergrenze eines fundamental ermittelten Unternehmenswerts im vorliegenden Bewertungsfall relevant ist.
108. Aufgrund der Tatsache, dass das Ergebnis der Ermittlung eines Unternehmenswerts nur eine Schätzung sein kann und in Übereinstimmung mit den „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“<sup>115</sup>

<sup>111</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 42.

<sup>112</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 42.

<sup>113</sup> Vgl. Tz. 51 ff. dieses Berichts.

<sup>114</sup> Vgl. dazu OLG Düsseldorf, Beschluss vom 11. Dezember 2025 („Deutsche Postbank“), I-26 W 5/21 [AktE], <https://www.spruchverfahren-direkt.de/?p=97>, Abruf vom 25. März.2026, OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 13. September 2021 („ANZAG“), 21 W 38/15, AG 2022, S. 83 ff.

<sup>115</sup> „DVFA-Empfehlungen“.

des Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main,<sup>116</sup> hat der Bewertungsgutachter darüber hinaus auch andere Wert- und Preismaßstäbe für die Bewertung der A-Aktie herangezogen.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir mit Hilfe dieser Bewertungen im Sinne einer Plausibilisierung verifiziert, ob die alternativen Wert- und Preismaßstäbe die Bewertungsergebnisse der nach der Rechtsprechung relevanten Bewertungsmethoden stützen.

109. Wir haben bei unserer Prüfung einen Schwerpunkt darin gesetzt zu verifizieren, ob die Ableitung des objektivierten Unternehmenswerts im Sinne des IDW S 1 sachgerecht für die A-Sparte durchgeführt worden ist.
110. In diesem Zusammenhang haben uns die Vertreter von HHLA bzw. ValueTrust mündlich wie schriftlich insbesondere die folgenden Themenkomplexe dargelegt:
  - Geschäftstätigkeit von HHLA einschließlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds, mit einem Schwerpunkt bei den Verhältnissen der A-Sparte
  - In der Vergangenheit erzielte und für die Zukunft geplante operative Ergebnisse
  - Ermittlung von Finanzergebnis und Unternehmenssteuern sowie der Anteile am Gesamtergebnis, die auf nicht beherrschende Anteile entfallen
  - Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses unter Berücksichtigung einer Konvergenzphase<sup>117</sup>
  - Bewertungsansatz und Stand der laufenden Bewertungsarbeiten
111. Mit Hilfe der zur Verfügung gestellten Unterlagen und der ergänzenden, mündlich erteilten Informationen haben wir die Planungsansätze auf Plausibilität, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit geprüft sowie die Bewertung methodisch und inhaltlich nachvollzogen.
112. Daneben haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen, auch zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, vorgenommen.
113. Schwerpunkte unserer Prüfung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 waren die folgenden Fragestellungen:
  - Plausibilität der vorgelegten Planungsrechnung
  - Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell
  - Sachgerechte Ableitung der Nettoeinnahmen in der Detailplanungsphase und ihrer Fortschreibung in einer Konvergenzphase
  - Stichhaltige Begründung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Nettoeinnahmen
  - Sachgerechte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
  - Angemessene und insgesamt sachgerechte Anwendung der Bewertungsmethodik
  - Identifizierung und gegebenenfalls sachgerechte Einbeziehung von gesondert zu bewertenden Sachverhalten, wie z.B. nicht betriebsnotwendigem Vermögen

<sup>116</sup> „DVFA“

<sup>117</sup> Geschäftsjahre 2031 bis 2034, wobei das Jahr 2034 ein Übergangsjahr zur Überleitung auf das nachhaltige Ergebnis darstellt.

114. Neben diesen inhaltlichen Schwerpunktsetzungen haben wir bei unserer Prüfung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 Schwerpunkte nach der wertmäßigen Bedeutung einzelner Bestandteile des Ergebnisses bzw. der Nettoeinnahmen gesetzt.
115. Bei der Plausibilisierung der vorgelegten Planungsrechnung haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 beachtet. Die Maßstäbe für Plausibilität ergeben sich danach wie folgt:

Rechnerische und formelle Plausibilität		Maßstäbe für Plausibilität Materielle, interne Plausibilität		Materielle, externe Plausibilität	
Rechnerische Konsistenz	Annahmen-Konsistenz	Erläuterungen des Managements	Unternehmensanalyse (einschließlich Vergangenheitsanalyse)	Marktanalyse	Analyse der Wettbewerber
Fehlerfreiheit der Berechnungen innerhalb der Teilpläne und zwischen den Teilplänen	Würdigung der Konsistenz der Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne sowie zwischen Teilplänen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Erläuterungen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Ist-Entwicklungen in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit volkswirtschaftlichen Prognosen, Absatzmarktanalysen etc.	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit Ist-Zahlen und Analystenschätzungen

Quelle: IDW Praxishinweis 2/2017.

Abbildung 5 Maßstäbe für Plausibilität

116. Die Analyse der Vergangenheitsdaten stellt danach eine Grundlage zur materiellen, internen Plausibilisierung der jeweiligen Planungsrechnung dar. Wir haben uns davon überzeugt, dass wesentliche voraussichtlich nicht wiederkehrende bzw. nicht planbare Ergebniseinflüsse der Vergangenheit bei der Ermittlung der Planergebnisse als solche nicht fortgeschrieben worden sind. Zu diesem Zweck haben wir die Abschlüsse und Prüfungsberichte für den betrachteten Vergleichszeitraum der Vergangenheit<sup>118</sup> analysiert.
117. Zur Einschätzung der Qualität des Planungswesens von HHLA haben wir uns zunächst den regulären Planungsprozess erläutern lassen und verifiziert, ob dieser den Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung entspricht. Darüber hinaus haben wir uns darlegen lassen, dass die vorgelegte Planungsrechnung ohne Veränderungen der im regulären Planungsprozess entstandenen Planungsrechnung entspricht.
118. Die Qualität des Planungswesens lässt sich insbesondere auch anhand einer retrospektiven Analyse der Planungsrechnungen der Vergangenheit beurteilen. Dabei wird in der Bewertungspraxis zumeist nur auf die Budgets des jeweiligen Folgejahres abgestellt, da die Planungsgenauigkeit in der Regel mit einem zunehmendem Planungshorizont abnimmt.
119. Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue dementsprechend anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2023 bis 2025 erzielten Umsatzerlöse und der umgeschlagenen Mengen (in TEU)<sup>119</sup> sowie des EBIT<sup>120</sup> (Ist) mit den jeweils prognostizierten Werten (Plan) überprüft. Der Vergleich beinhaltet die Planungen für das jeweils erste Planjahr (Budgetjahr). Wir haben geprüft, ob die Analysen des Bewertungsgutachters sachgerecht und ob die von ihm daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen nachvollziehbar sind.

<sup>118</sup> Geschäftsjahre 2023 bis 2025.

<sup>119</sup> Twenty-foot Equivalent Unit (Zwanzig-Fuß-Standardcontainer). „TTEU“ = tausend TEU.

<sup>120</sup> Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern), auch „operatives Ergebnis“.

120. Die prospektive Einschätzung einer konkreten Planungsrechnung greift im Regelfall sowohl auf die (bereinigten) Ist-Zahlen der Vergangenheit und damit auf Trends in der Unternehmensentwicklung (Zeitvergleich, materielle interne Plausibilität) als auch auf Ist- und Prognosewerte für die relevanten Märkte und Wettbewerber (Branchenvergleich; materielle externe Plausibilität) zurück. Wir haben durch entsprechende Vergleiche mit Hilfe von Kennzahlen bzw. Verhältniszahlen analysiert, ob die Planzahlen für die Geschäftsjahre 2026 bis 2030<sup>121</sup> die weitere Entwicklung von HHLA mit heutigem Kenntnisstand plausibel abbilden.
121. Die vorgelegte Planungsrechnung ist Grundlage für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 durch den Bewertungsgutachter. Demzufolge haben wir geprüft, ob die Planungsrechnung vollständig und richtig in das Bewertungsmodell übernommen worden sind. Zudem haben wir untersucht, ob das Bewertungsmodell insgesamt methodisch konsistent ist.
122. Gegenüber der gesellschaftseigenen Planungsrechnung hat der Bewertungsgutachter einzelne bewertungssystematische Modifikationen in das zur Wertableitung verwendete Modell eingearbeitet. Wir haben die Ausgangsgrößen dieser Modifikationen, die zugrundeliegenden Annahmen sowie die methodische Konsistenz der entsprechenden Berechnungen verifiziert.
123. Da das prognostizierte Ergebnis im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2030) noch nicht dem nachhaltig im Durchschnitt erwartbaren Ergebnis entspricht, hat der Bewertungsgutachter ein für das Ergebnis nachhaltig zu erwartendes Niveau abgeleitet. Durch Zwischenschaltung einer Konvergenzphase von weiteren vier Jahren (2031 bis 2034) hat er das Ergebnis normalisiert und unter Verwendung einer Wachstumsrate für zukünftige unternehmensspezifische Inflations- und Effizienzerwartungen in die Fortführungsphase (2035 ff.) überführt. Wir haben die sich auf dieser Grundlage ergebenden Nettoeinnahmen der Aktionäre verifiziert.
124. Der Bewertungsgutachter hat den Kapitalisierungszinssatz unter Verweis auf die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativinvestition ermittelt. Dabei hat er die Kapitalmarktdaten bis zum 10. April 2026<sup>122</sup> verwendet. Wir haben die Ableitung der einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes methodisch wie inhaltlich verifiziert und mit den zugehörigen Beobachtungen von Kapitalmarktdaten abgestimmt.
125. ValueTrust hat den sich auf dieser Grundlage ergebenden Ertragswert zum technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2025) auf den rechtlichen Bewertungsstichtag, den geplanten Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der HHLA AG (11. Juni 2026), aufgezinst. Wir haben diese Berechnung ebenfalls nachvollzogen.
126. Der Bewertungsgutachter hat fünf Sachverhalte identifiziert, die im Rahmen einer Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können. Wir haben die zugehörigen Sonderwerte verifiziert. Weitere Sachverhalte, die im Rahmen einer Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig ab-

<sup>121</sup> Budget 2026 sowie die weiteren vier Planjahre 2027 bis 2030.

<sup>122</sup> „Kapitalmarktstichtag“.

gebildet werden können, namentlich insbesondere nicht betriebsnotwendiges Vermögen, hat der Bewertungsgutachter nicht identifiziert. Wir haben uns davon überzeugt, dass diese Einschätzung zutreffend ist.

127. Value Trust hat den so ermittelten objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 auch einer Sensitivitätsbetrachtung unterzogen. In dieser Betrachtung hat er den für die Marktrisikoprämie<sup>123</sup> in der Mitte der von IDW empfohlenen Bandbreite angesetzten Wert (5,125 %) höchstvorsorglich durch den unteren Rand dieser Bandbreite (4,5 %) ersetzt, auch wenn er eine Marktrisikoprämie in dieser Höhe zum aktuellen Zeitpunkt nicht als sachgerecht erachtet. Weitere Sensitivitätsbetrachtungen hat er nicht vorgenommen. Angesichts der umfangreichen Plausibilisierung der Bewertungen zum Börsenkurs und mittels objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 durch weitere Bewertungsansätze halten wir es auch nicht für erforderlich, zusätzliche Variationen der Bewertungsparameter zu simulieren.
128. Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von HHLA nicht ermittelt. Wir haben die diesbezüglich angeführte Begründung verifiziert.
129. Über den jeweiligen objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – auch den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern ermittelt und sensitiviert.<sup>124</sup> Nach den Grundsätzen des IDW S 1 beurteilen wir als neutraler Gutachter<sup>125</sup> die Angemessenheit der Barabfindung für den Fortführungswert auf Grundlage eines objektivierten Unternehmenswerts<sup>126</sup> nach IDW S 1. Den vom Bewertungsgutachter zusätzlich nach den DVFA-Empfehlungen ermittelten Unternehmenswert vor persönlichen Steuern haben wir zwar ebenfalls nachvollzogen, aber nicht im Einzelnen geprüft, insoweit er auf gegenüber einer Bewertung nach IDW S 1 andere Prämissen zurückgreift.
130. Der Bewertungsgutachter hat den so ermittelten Unternehmenswert quotaal auf eine Aktie umgerechnet und seine Bandbreitenbetrachtung für den Wert je Aktie um Unternehmenswerte erweitert, die er auf der Grundlage von Multiplikatoren<sup>127</sup> ermittelt hat. Zudem zeigt er bei dieser Bandbreitenbetrachtung auch den von PoH aufgrund des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots<sup>128</sup> gezahlten Angebotspreis als Referenz auf.
131. Wir greifen die alternativen Wertansätze des Bewertungsgutachters und die von ihm vorgenommenen weiteren Plausibilisierungen bei unserer Plausibilisierung des objektivierten Unternehmenswerts auf.
132. Der Bewertungsgutachter hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 und die Bandbreite der Ergebnisse weiterer Bewertungsverfahren für die Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik in einem plausiblen Verhältnis zu der Bewertung der A-Sparte mit dem Börsenkurs steht. Wir haben die diesbezüglichen Überlegungen und Berechnungen verifiziert.
133. ValueTrust hat den Teilkonzern Immobilien überschlägig mit Hilfe des Ertragswertverfahrens bewertet. Aufgrund der Gewissheit, dass die für die auf dieser Grundlage ermittelte Barabfindung für die S-Aktie

<sup>123</sup> Nach persönlichen Steuern.

<sup>124</sup> Zur Aussagekraft der für die Sensitivierung verwendeten Marktrisikoprämie (5,25 % vor persönlichen Steuern) vgl. Tz. 127 dieses Berichts.

<sup>125</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 24.

<sup>126</sup> Vgl. IDW S 1, Rz. 19 ff.

<sup>127</sup> Auf Basis der Daten zum Kapitalmarktstichtag.

<sup>128</sup> Vgl. Tz. 2 dieses Berichts.

nicht beansprucht werden wird, hat der Bewertungsgutachter als überschlägig ermittelten Wert ausschließlich den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1<sup>129</sup> berechnet. Bei der Wertermittlung ist er grundsätzlich ebenso wie bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 für den Teilkonzern Hafenlogistik vorgegangen.

134. Demzufolge haben wir die Wertermittlung für den Teilkonzern Immobilien grundsätzlich ebenso geprüft, wie wir die Wertermittlung für den Teilkonzern Hafenlogistik geprüft haben.<sup>130</sup> Da aus den genannten Gründen eine überschlägige Wertermittlung für den Teilkonzern Immobilien ausreichend war, um eine angemessene Barabfindung für die S-Aktie festzulegen, haben wir bei unserer Prüfung keinen Schwerpunkt in der Bestimmung der Abfindung für die S-Aktie gesetzt.
135. Die Höhe der angemessenen Barabfindung ist unter Berücksichtigung der Verhältnisse zum Bewertungsstichtag (11. Juni 2026) festzustellen. Gegenüber den heute bekannten Verhältnissen können sich bis zum Bewertungsstichtag noch wertrelevante Änderungen in Bezug auf den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 ergeben. Wir werden am Tage der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung verifizieren, welche Barabfindung jeweils für die A-Aktie und für die S-Aktie zu diesem Zeitpunkt als angemessen anzusehen ist.
136. Dabei wird zum einen zu überprüfen sein, ob sich die Erwartungen in Bezug auf die künftige Geschäftsentwicklung von HHLA gegenüber dem heutigen Erkenntnisstand verändert haben. Zum anderen wird zu überprüfen sein, ob die Verhältnisse am Kapitalmarkt verändert sind.

#### V. Bewertungsstichtag

137. Als rechtlicher Bewertungsstichtag gilt im Sinne der „Informationsabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ der Tag der Hauptversammlung der HHLA AG, also der 11. Juni 2026.<sup>131</sup>
138. Als technischen Bewertungsstichtag im Sinne der „Wertabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ hat der Bewertungsgutachter auf den 31. Dezember 2025 abgestellt. Damit trägt er dem Umstand Rechnung, dass das vor dem 11. Juni 2026 erzielte Ergebnis des Geschäftsjahres 2026 – aufgrund der Rechnungslegung und Planung in jährlichen Perioden – unterjährig nicht hinreichend sicher abgegrenzt sowie festgestellt werden kann.
139. Im Rahmen der Bewertung unterstellt der Bewertungsgutachter vereinfachend, dass die Jahresergebnisse unterjährig gleichmäßig anfallen. Der üblichen Bewertungspraxis folgend rechnet er sowohl Thesaurierungen als auch Ausschüttungen der Jahresergebnisse den Aktionären vereinfachend einheitlich mit Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres zu.
140. Die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) und Thesaurierungen werden mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2025) ab- und auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (11. Juni 2026) aufgezinnt.

<sup>129</sup> Nach persönlichen Steuern.

<sup>130</sup> Vgl. Tz. 105 ff. dieses Berichts.

<sup>131</sup> § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

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

#### **Prüfungsergebnis**

Der Bewertungsstichtag (11. Juni 2026) steht in Einklang mit § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

#### VI. Angewandte Bewertungsmethoden

142. Vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen sowie aus ökonomischer Sicht stellt der 3M-VWAP der A-Aktie nach Auffassung des Bewertungsgutachters eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der A-Sparte von HHLA dar.
143. Zur Plausibilisierung der Relevanz des Börsenkurses für die Festsetzung der angemessenen Barabfindung der A-Aktien hat der Bewertungsgutachter Bandbreiten für den Unternehmenswert der A-Sparte auf Grundlage der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt.
144. Dabei hat er zum einen den Unternehmenswert der A-Sparte von HHLA 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 eine 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.
145. ValueTrust hat den Unternehmenswert der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierten Unternehmenswert, also nach Maßgabe der Sichtweise eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Bei diesem typisierten Anteilseigner wird von einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische Einflussnahme ausüben kann. Synergieeffekte, die nicht in der Planungsrechnung bereits berücksichtigt sind, waren nicht anzusetzen.
146. Über den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – auch den Unternehmenswert der A-Sparte vor persönlichen Steuern ermittelt. In unserer Funktion als neutraler Gutachter beurteilen wir die Angemessenheit der Barabfindung für den Fortführungswert auf Grundlage des objektivierten Unternehmenswerts. Demzufolge haben wir die Ergebnisse einer Bewertung vor persönlichen Steuern nachvollzogen, aber nicht im Detail geprüft.
147. Der Bewertungsgutachter hat die ermittelten Fortführungswerte jeweils auf eine Aktie umgerechnet und seine Bandbreitenbetrachtung für den Wert je Aktie um Unternehmenswerte erweitert, die er auf der Grundlage von Multiplikatoren ermittelt hat. Zudem zeigt er bei dieser Bandbreitenbetrachtung auch den von PoH aufgrund des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots gezahlten Angebotspreis als Referenz auf.

148. Wir greifen die alternativen Wertansätze des Bewertungsgutachters bei unserer Plausibilisierung des objektivierten Unternehmenswerts auf.
149. Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert der A-Sparte von HHLA nicht abgeleitet, da die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen sei, dass der Ertragswert über dem Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde. Das halten wir für zutreffend. Demzufolge ist es auch nach unserer Auffassung nicht erforderlich, den Liquidationswert von HHLA herzuleiten.
150. ValueTrust hat den Teilkonzern Immobilien überschlägig mit Hilfe des Ertragswertverfahrens als den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1<sup>132</sup> berechnet.

#### **Prüfungsergebnis**

Wir halten die Vorgehensweise, zur Ermittlung des Unternehmenswerts der A-Sparte von HHLA eine Bewertung mit Börsenkursen (3M-VWAP) vorzunehmen, diese aber durch eine Fundamentalbewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 zu plausibilisieren, für sachgerecht.

Angesichts der Tatsache, dass die für die S-Aktien ermittelte Barabfindung nicht angenommen werden wird, halten wir es für angemessen, die Abfindung für die S-Aktie auf der Grundlage einer überschlägigen Bewertung vorzunehmen.

<sup>132</sup> Nach persönlichen Steuern.

## VII. Bewertungsobjekt

### 1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

151. Die Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft hat ihren Sitz in Hamburg und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 1902 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Bei St. Annen 1, 20457 Hamburg.

152. Die Historie von HHLA lässt sich grafisch wie folgt veranschaulichen:

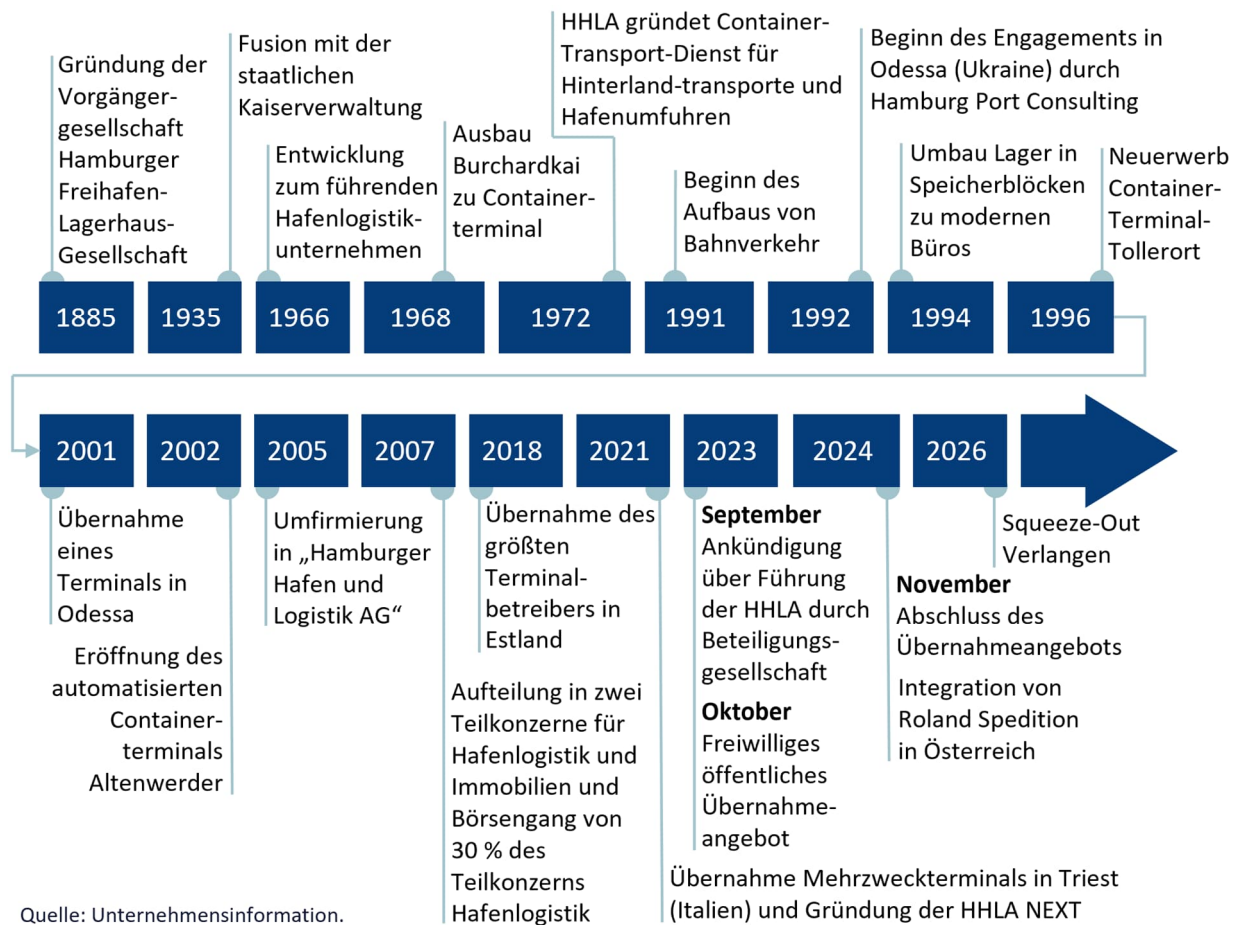


Abbildung 6 Entwicklung von HHLA im Zeitverlauf

153. Die Satzung der HHLA AG wurde zuletzt durch Beschluss der Hauptversammlung vom 3. Juli 2025 geändert. Die Änderungen betreffen die Möglichkeit, die Hauptversammlung auch in virtueller Form durchführen zu können.<sup>133</sup>
154. § 2 der Satzung definiert den Unternehmensgegenstand wie folgt:
- Absatz 1 : Gegenstand des Unternehmens ist zuvorderst die Leitung von und die Beteiligung an Unternehmen, die sich mit Geschäften und der Erbringung von Leistungen in den Bereichen Transport und Logistik befassen, insbesondere in den Geschäftsfeldern Seehafenverkehrswirtschaft und Hinterlandverkehre, sowie der Erwerb, das Halten, die Veräußerung, die Vermietung, die Verwaltung und die Entwicklung von Immobilien, insbesondere die Immobilien der Hamburger Speicherstadt und am Hamburger Fischmarkt. Die Gesellschaft ist zur Unterstützung des Kerngeschäfts außerdem berechtigt, in diesen und in den Bereichen additive Fertigung und Informationstechnologie sowie jeweils damit zusammenhängenden Bereichen Dienstleistungen, Entwicklung und Fertigung von Produkten, Systemen, Anlagen und Lösungen (einschließlich Software) und damit verbundene Anwendungen anzubieten und zu erbringen. Die Gesellschaft ist ferner berechtigt, alle mit dem Gegenstand des Unternehmens im Zusammenhang stehenden Hilfs- und Nebengeschäfte durchzuführen.
  - Absatz 2: Die Gesellschaft ist berechtigt, in sämtlichen in Absatz 1 genannten Bereichen auch selbst operativ tätig zu werden, in diesen Bereichen, auch in Verwaltung eigenen Vermögens, im In- und Ausland Unternehmen zu gründen, zu erwerben, sich an solchen allein oder gemeinsam mit Dritten zu beteiligen und solche Unternehmen ganz oder teilweise zu veräußern, Kooperationsverträge mit Dritten abzuschließen sowie Teile ihres Geschäftsbetriebes auf Unternehmen, an denen sie beteiligt ist, auszugliedern. Die Gesellschaft kann sich bei Unternehmen, an denen sie beteiligt ist, auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken.
  - Absatz 3: Der Teil des Unternehmens, der sich mit dem Erwerb, dem Halten, der Veräußerung, der Vermietung, der Verwaltung und der Entwicklung von nicht hafenumschlagspezifischen Immobilien, insbesondere der Immobilien der Hamburger Speicherstadt und am Hamburger Fischmarkt befasst (Teilkonzern Immobilien), wird in § 31 der Satzung spezifiziert und in dieser Satzung als „S-Sparte“ bezeichnet. Sämtliche übrigen Teile des Unternehmens (Teilkonzern Hafenlogistik) werden in der Satzung als „A-Sparte“ bezeichnet. Die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft und ihrer Tochterunternehmen in der S-Sparte erfolgt unter besonderer Berücksichtigung von Belangen der Stadtentwicklung, des Tourismus und des Denkmalschutzes.
155. Das Geschäftsjahr der HHLA AG entspricht dem Kalenderjahr.
156. Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft beträgt € 75.219.438,00 und ist in 75.219.438 auf den Namen lautende Stückaktien in Form von 72.514.938 A-Aktien und 2.704.500 S-Aktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 1,00 je Aktie eingeteilt. Die A-Aktien gewähren eine Beteiligung allein am Vermögen und Ergebnis des Teilkonzerns Hafenlogistik (A-Sparte), während die S-Aktien auf das Vermögen und das Ergebnis des Teilkonzerns Immobilien (S-Sparte) beschränkt sind. Nach den Angaben im Übertragungsbericht hält die HHLA AG keine eigenen Anteile.
157. Der Vorstand der HHLA AG ist ermächtigt, das Grundkapital bis zum 15. Juni 2027 einmalig oder mehrmals um bis zu € 36.257.469,00 (genehmigtes Kapital I) und zusätzlich um bis zu € 1.352.250,00 (genehmigtes Kapital II) zu erhöhen. In beiden Fällen steht den Aktionären ein Bezugsrecht zu, welches der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats aber in bestimmten, in der Satzung definierten Fällen, ausschließen kann.
158. Nach dem „Shareholders’ Agreement Part 2/Business Combination Agreement – 21. November 2024 – between HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement GmbH and SAS

<sup>133</sup> Die Fassung der Satzung wurde zuletzt durch Beschluss des Aufsichtsrats vom 8. Dezember 2025 geändert [ersatzlose Streichung des § 3 Abs. 6 der Satzung (Bedingtes Kapital 2019)].

Shipping Agencies Services S.à r.l. and Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft as well as Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE<sup>134</sup> beabsichtigen HGV und MSC, bis spätestens 31. Dezember 2029 insgesamt € 450,0 Mio. in das Eigenkapital der HHLA AG einzuzahlen. Diese Einzahlung kann dazu beitragen, die im BCA niedergelegten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen von HHLA in Höhe von insgesamt bis zu € 1,2 Mrd., die in den Jahren 2025 bis 2028 getätigt werden sollen, zu finanzieren.

159. Die A-Aktien sind unter der ISIN DE000A0S8488 mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse Hamburg sowie der elektronischen Handelsplattform Xetra zum Handel zugelassen. Darüber hinaus wird die A-Aktie auch im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart sowie an der Tradegate Exchange und über die elektronischen Handelssysteme Gettext, LS Exchange, LS Tradecenter und Quotrix gehandelt. Die S-Aktien sind nicht börsennotiert.
160. Nach den Angaben im Übertragungsbericht hält PoH unmittelbar 68.756.039 A-Aktien und sämtliche S-Aktien. Die S-Aktien werden durch PoH als Vollrechtsinhaberin aufgrund einer mit der HGV geschlossenen Vereinbarung über die vorübergehende Überlassung von Wertpapieren gehalten. Insgesamt hält PoH somit gerundet 95,003 % des Grundkapital der Gesellschaft. Sie ist damit Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG. Die übrigen A-Aktien (3.758.899 Stück) befinden sich angabegemäß im Streubesitz.
161. PoH als seinerzeit 100 %ige mittelbare Tochtergesellschaft von MSC<sup>135</sup> hatte ihre Beteiligung an der HHLA AG im Jahr 2023 im Wege eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots an die Aktionäre der HHLA AG (Barangebot über € 16,75 je A-Aktie) erworben und nachfolgend weiter ausgebaut. Am 12. Dezember 2023 hat die HHLA AG ad hoc bekanntgegeben, dass im Rahmen des Angebots insgesamt 7.325.366 A-Aktien (9,74 % des Grundkapitals) von den Aktionären angedient worden sind. Hinzu käme eine Beteiligung von 12,21 % des Grundkapitals, die MSC bereits am Markt erworben habe. Zusammen mit den von der FHH gehaltenen A- und S-Aktien seien den Joint-Venture-Partnern somit 92,30 % des Grundkapitals der HHLA AG<sup>136</sup> zuzurechnen.

<sup>134</sup> „BCA“.

<sup>135</sup> Die aktuellen Beteiligungsverhältnisse bis zu den Joint-Venture-Partnern FHH und MSC sind in der Abbildung 2 dargestellt (vgl. Tz 7 dieses Berichts).

<sup>136</sup> Zum Zeitpunkt der Ad-Hoc-Mitteilung.

162. Die Aufteilung von HHLA in die genannten Teilkonzerne und die weitere Segmentierung stellt sich wie folgt dar:

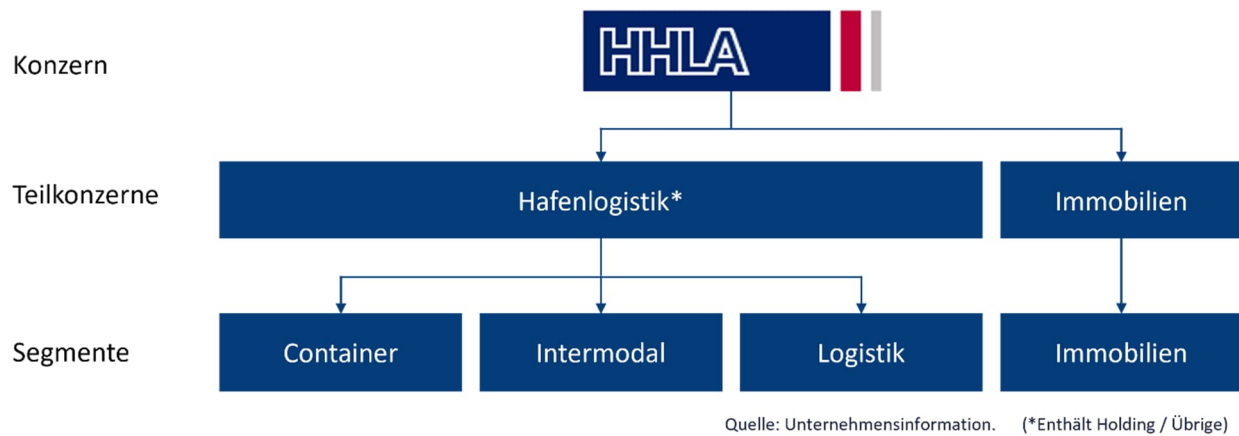


Abbildung 7 HHLA nach Teilkonzernen und Segmenten

163. Die HHLA AG ist eine Führungsholding. Ihre Hauptaufgaben sind die strategische Führung, Finanzierung und Verwaltung der Gruppe. Das operative Geschäft wird von den in Anlage 2 dargestellten in- und ausländischen Tochterunternehmen, Gemeinschaftsunternehmen und assoziierten Unternehmen ausgeübt. Zum 31. Dezember 2025 umfasste der Konsolidierungskreis 29 inländische und 37 ausländische vollkonsolidierte Gesellschaften sowie acht inländische „at equity“ bilanzierte Unternehmen.

164. HHLA verfügt über langfristige Konzessions- und Pachtverträge mit FHH bzw. der Hamburg Port Authority AöR, Hamburg,<sup>137</sup> über die Nutzung der Hafenumflächen und -anlagen in Hamburg, um die großen Containerterminals im Hamburger Hafen zu betreiben. Diese Vereinbarungen sichern HHLA das langfristige Nutzungsrecht, die großen Containerterminals im Hamburger Hafen zu betreiben. Dadurch verfügt HHLA über eine gesicherte Grundlage für ihr Kerngeschäft im Containerumschlag, da Terminalflächen langfristig an sie gebunden sind und Neuvergaben von Flächen angesichts der dann erforderlichen hohen Investitionen und der behördlichen Genehmigungsprozesse selten erfolgen.

165. Zur Stärkung des Geschäftsmodells ist HHLA in den letzten Jahren strategische Kooperationen mit führenden Reedereien eingegangen. Neben der strategischen Partnerschaft mit MSC, die unter anderem die Verpflichtung von MSC enthält, ab dem Jahr 2025 jährlich, sukzessiv ansteigende Mindestvolumina bis zu einem dauerhaften Mindestvolumen von jährlich einer Millionen TEU ab dem Jahr 2031 über die Hamburger Terminals von HHLA abzuwickeln, gibt es Kooperationen mit der Hapag-Lloyd AG, Hamburg, welche mit 25,1 % am Kapital der das Containerterminal Altenwerder<sup>138</sup> betreibenden Tochtergesellschaft der HHLA AG beteiligt ist, und der chinesischen Reederei COSCO SHIPPING Lines Co., Ltd., Shanghai/China, deren Sparte zum Betrieb von Terminals seit dem Jahr 2023 mit 24,9 % am Kapital der das Containerterminal Tollerort<sup>139</sup> betreibenden Tochtergesellschaft der HHLA AG beteiligt ist.

<sup>137</sup> „HPA“. HPA ist aus verschiedenen Hamburger Behörden entstanden. Seit 2005 verantwortet HPA unter anderem die wasser- und landseitige Infrastruktur der Hamburger Hafenanlagen, steigert deren Sicherheit und Wirtschaftlichkeit, plant und führt Bauprojekte durch und übernimmt das Immobilienmanagement.

<sup>138</sup> „CTA“.

<sup>139</sup> „CTT“.

166. Bei der Bewirtschaftung der Immobilien – insbesondere der Immobilien des Teilkonzerns Immobilien in der historischen Hamburger Speicherstadt als Teil des UNESCO-Welterbes am Hamburger Fischmarkt – ist HHLA verpflichtet, den Denkmalschutz sowie städtebauliche und touristische Interessen der FHH zu berücksichtigen. Entsprechende Verpflichtungen sind in öffentlich-rechtlichen Normen, der Satzung der HHLA AG sowie in Einzelvereinbarungen von HHLA mit FHH und in den Miet- und Pachtverträgen von HHLA mit den Mietern und Nutzern der Speicherstadt festgehalten.
167. HHLA AG ist Organträgerin einer Organschaft mit einem Teil der inländischen Tochtergesellschaften, unter anderem mit der HHLA Containerterminal Burchardkai GmbH, Hamburg, die den Containerterminal Burchardkai<sup>140</sup> als den dritten, von HHLA in Hamburg betriebenen Containerterminal bewirtschaftet. Neben dem Organkreis auf oberster Ebene bestehen zwei weitere ertragsteuerliche Organkreise, bei denen Tochtergesellschaften der HHLA AG Organträgerinnen sind.
168. Nennenswerte nutzbare steuerliche Verlustvorträge sind nur in Deutschland vorhanden. Der Teilkonzern Hafenlogistik der HHLA AG verfügt zum 31. Dezember 2025 über körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von € 198,4 Mio. und gewerbesteuerliche Verlustverträge in Höhe von € 201,9 Mio.
169. Das sogenannte steuerliche Einlagekonto der HHLA AG beträgt zum 31. Dezember 2025 € 79,8 Mio. Im Planungszeitraum können allerdings keine steuerfreien Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto geleistet werden, da in allen Planjahren ein sogenannter ausschüttbarer Gewinn im Sinne des § 27 KStG entstehen wird und Ausschüttungen somit der Abgeltungsteuer unterliegen werden.

## 2. Wirtschaftliche Grundlagen

### a) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie

170. HHLA ist ein europäischer Hafen- und Transportlogistikkonzern, dessen Geschäftsmodell auf der vertikalen Integration von maritimen Umschlagsleistungen, intermodalen Transportlösungen und ergänzenden logistischen sowie immobilienwirtschaftlichen Dienstleistungen basiert. Darauf basierend ist HHLA in zwei Teilkonzerne aufgeteilt.
171. Der Teilkonzern Hafenlogistik erbringt als integrierter Anbieter von Containerumschlag, Transport- und Logistikleistungen Dienstleistungen entlang der logistischen Kette zwischen Überseehäfen und europäischem Hinterland. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Hamburger Hafen und dessen Hinterland. Der Teilkonzern Hafenlogistik umfasst drei Segmente.<sup>141</sup>
172. Das Segment Container lässt sich wie folgt charakterisieren:<sup>142</sup>
- Terminals als zentrale Schnittstelle für den Umschlag von Containern zwischen Containerschiffen und Bahn, Lkw, Feeder- und Binnenschiffen
  - Schwerpunkt Hamburger Containerterminals CTA, CTB und CTT

<sup>140</sup> „CTB“:

<sup>141</sup> Vgl. dazu die Abbildung in Tz. 162 dieses Berichts.

<sup>142</sup> Rechte des Fotos bei HHLA bzw. Thies Rätzke.

- International daneben je ein Container- bzw. Mehrzweckterminal im ukrainischen Hafen Odessa,<sup>143</sup> im estnischen Hafen Muuga nahe Tallinn<sup>144</sup> sowie im italienischen Triest<sup>145</sup>
- Weltweit operierende Containerreedereien als wichtigste Kunden
- Multi-User-Prinzip mit neutraler Bedienung aller Reedereien und Logistikkunden
- Bindung von Reedereien durch strategische Partnerschaften mit Minderheitsbeteiligungen zur langfristigen Sicherung von Transportvolumina
- Langjährige Geschäftsbeziehungen mit den meisten Kunden, die durch mehrjährige Rahmenverträge mit festgelegtem Leistungsspektrum und Entgelten abgesichert sind
- Containerumschlag im Geschäftsjahr 2025 6,295 Mio. TEU
- Asienverkehr als das mit Abstand wichtigste Fahrgebiet der Hamburger Terminals, zudem Nordamerika, Skandinavien, der baltische Raum, das Mittelmeer sowie innereuropäische Verkehre
- Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2025 € 843,2 Mio.
- Umsatzerlöse im Wesentlichen aus Umschlagsentgelten für die wasser- und landseitige Abfertigung von Containern, Lagergeldern infolge längerer Verweildauern sowie aus Serviceleistungen für Depot- und Reparaturleistungen von Containern
- EBIT im Geschäftsjahr 2025 € 73,6 Mio.
- Kapazitäten und operatives Ergebnis wesentlich vom Grad der Automatisierung abhängig

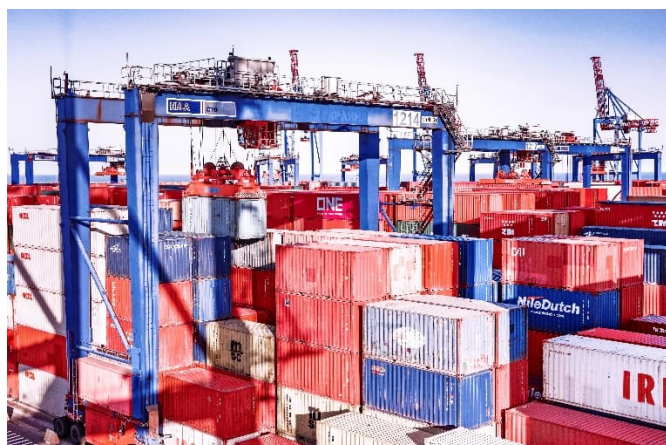


Abbildung 8 Container im Terminal Odessa

173. Das Segment Intermodal<sup>146</sup> lässt sich wie folgt charakterisieren:<sup>147</sup>

- Transport- und Terminalnetzwerk für Container sowohl im Seehafenhinterlandverkehr als auch zunehmend für kontinentale Verbindungen auf Schiene und Straße
- METRANS als Eisenbahnverkehrsunternehmen mit eigenem Netzwerk fahrplanbasierter Zugverbindungen auf dem öffentlichen Schienennetz sowie von Hinterlandterminals mit einer Flotte von mehr als 150 Lokomotiven und mehr als 4.000 Containertragwagen
- Roland Spedition als einer der größten unabhängigen Bahnoperatoren Österreichs mit internationaler Ausrichtung
- Anbindung der Seehäfen von HHLA an die europäischen Wirtschaftszentren

<sup>143</sup> „CTO“.

<sup>144</sup> „TK Estonia“.

<sup>145</sup> „PLT Italy“.

<sup>146</sup> Intermodaler Güterverkehr = kombinierter Einsatz verschiedener Verkehrsträger innerhalb einer durchgehenden Transportkette, ohne dass die transportierte Ware umgeladen wird.

<sup>147</sup> Rechte des Fotos bei HHLA bzw. Thies Rätzke.

- METRANS-Netzwerk allerdings auch zur Bedienung aller Containerhäfen der sogenannten Nordrange,<sup>148</sup> darunter der großen Seehäfen Rotterdam und Antwerpen
- Transportvolumen im Geschäftsjahr 2025 1,982 Mio. TEU
- Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2025 € 797,0 Mio. aus Transportentgelten für Schiene und Straße sowie Zuschlägen und Serviceleistungen entlang der Transportkette
- Bahnverkehr mit Abstand größter Anteil
- Regionaler Schwerpunkt Deutschland, Tschechien, Slowakei, Ungarn und Polen
- Reedereien und Spediteure als Hauptkunden, die nicht langfristige Rahmenverträge abgeschlossen haben, sondern Leistungen nach aktuellem Bedarf nachfragen
- EBIT im Geschäftsjahr 2025 € 103,7 Mio.



Abbildung 9 METRANS-Lokomotive im Terminal Dunajska Streda

174. Das Segment Logistik lässt sich wie folgt charakterisieren:<sup>149</sup>

- Ergänzung der Kernaktivitäten von HHLA um spezialisierte, hafennahe Dienstleistungen
- Breit gefächerte Kundenstruktur
- Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2025 € 92,8 Mio.
- EBIT im Geschäftsjahr 2025 € 6,5 Mio.



Abbildung 10 Umschlag rollender Ladung von UNIKAI in Hamburg

<sup>148</sup> Die Nordrange umfasst die großen Containerhäfen an der europäischen Nordseeküste, wozu u.a. Rotterdam, Antwerpen-Brügge, Hamburg und Bremerhaven sowie weitere deutsche, belgische, niederländische und französische Häfen gezählt werden.

<sup>149</sup> Rechte des Fotos bei HHLA bzw. Thies Rätzke.

175. Der Teilkonzern Immobilien lässt sich wie folgt charakterisieren:<sup>150</sup>

- Entwicklung, Vermietung und Betreuung von Immobilien am Hamburger Hafenrand, darunter die historische Hamburger Speicherstadt mit Gewerbeflächen von rund 292.000 qm und das Fischmarktareal in Altona mit Gewerbeflächen von rund 53.000 qm
- Besondere Attraktivität aus der besonderen Bausubstanz und der zentralen Lage der Objekte
- Kundenstruktur breit gefächert
- Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2025 € 46,3 Mio.
- EBIT im Geschäftsjahr 2025 € 15,4 Mio.



Abbildung 11 Projekt-Block H in der Hamburger Speicherstadt

176. Die Unternehmensstrategie lässt sich wie folgt charakterisieren:

- Nachhaltige Sicherung und Ausbau der Position als führender europäischer Hafen- und Logistikkonzern
- Vertikale Integration von maritimen Umschlagleistungen, intermodalen Transportlösungen sowie ergänzenden logistischen und immobilienwirtschaftlichen Dienstleistungen
- Schaffung robuster, effizienter und nachhaltiger Logistikketten durch intelligente Vernetzung von Seehäfen, Hinterlandterminals und digitalen Plattformen unter dem Leitmotiv „The Power of Networks“
- Stärkung der Containerterminals als Fundament der Wertschöpfung von HHLA
  - Hohe Automatisierung von Umschlagprozessen
  - Einsatz fahrerloser Transportfahrzeuge sowie digital gesteuerter Lager- und Transporttechnologien
  - Erhöhung der Flächenproduktivität durch Blocklagersysteme und softwaregestützte Flächenplanung
  - Verbesserung der Qualitäts- und Sicherheitsstandards durch Predictive-Maintenance-Systeme<sup>151</sup> und KI-basierte Prozessoptimierung
- Ausbau des Intermodalgeschäfts
  - Führende Position hinsichtlich Qualität und Effizienz der angebotenen intermodalen Logistikleistungen angestrebt

<sup>150</sup> Rechte des Fotos bei HHLA bzw. Oliver Bock.

<sup>151</sup> Digitale Lösungen, die mit Hilfe von Sensoren und Datenanalysen den Zustand von Maschinen überwachen, um Wartungsbedarf frühzeitig zu erkennen und dadurch ungeplante Ausfälle zu vermeiden.

- Schaffung einer durchgängigen Transportkette, die Seehafenterminals, Hinterlandverbindungen und Hinterlandterminals effizient miteinander verbindet
- Investitionen in den Ausbau des METRANS-Terminalnetzes und kontinuierliche Erweiterung der Zugverbindungen zur Sicherstellung einer flächendeckenden Anbindung an zentrale Wirtschaftsräume
- Förderung nachhaltiger Transportlösungen wie dem Einsatz emissionsarmer Lokomotiven und energieeffizienter Prozesse
- Innovation und Digitalisierung
  - Kontinuierliche Optimierung von Strukturen und Prozessen zur Erschließung von Effizienzpotenzialen und zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit
  - Innovationseinheit HHLA Next entwickelt digitale Geschäftsmodelle wie z.B. „passify“ (digitale Lkw-Abfertigung)
- Nachhaltigkeit und ESG
  - CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2030 um mindestens 50 % gegenüber 2018 reduzieren und bis 2040 CO<sub>2</sub>-neutral wirtschaften
  - Nachhaltigkeitsstrategie unter dem Leitmotiv „Balanced Logistics“ in neun Handlungsfelder gegliedert, die ökologische, soziale und Governance-Aspekte abdecken
  - Maßnahmen zur Elektrifizierung und Automatisierung von Terminalprozessen,<sup>152</sup> Einsatz alternativer Antriebe wie Wasserstoff-Zugmaschinen, Optimierung von Energie- und Datenströmen, Förderung des Schienengüterverkehrs, Investitionen in emissionsfreie Technologien und die Integration von Kreislaufwirtschaftskonzepten
- Wachstum und Akquisitionen
  - Systematische Prüfung von Akquisitionsmöglichkeiten zur Stärkung der Marktposition und zur Erschließung neuer Geschäftsfelder
  - Im Fokus Beteiligungen zur Erweiterung bzw. Ergänzung des Portfolios in den Kernsegmenten Container und Intermodal in attraktiven Wachstumsmärkten
- Steuerung und Wertmanagement
  - Langfristige und nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts, gemessen am EBIT
  - EBIT und ROCE<sup>153</sup> als zentrale Kennzahlen
  - Investitionsvorhaben wertorientiert und unter Berücksichtigung von Wachstumsperspektiven und Kapitalrendite
  - Schaffung von Werten, wenn Gesamtkapitalverzinsung höher als Kapitalkosten

<sup>152</sup> Umstellung von dieselbetriebenen Geräten auf elektrische Antriebe sowie die Integration automatisierter Systeme, wie der Einsatz elektrisch betriebener Containerbrücken in Kombination mit fahrerlosen Transportfahrzeugen für den Containerumschlag.

<sup>153</sup> Return on Capital Employed (Ergebnis auf das eingesetzte Kapital).

b) Markt und Wettbewerb

177. Die Entwicklung von HHLA als logistischem Unternehmen wird in hohem Maße durch das Volumen von Handelsströmen beeinflusst. Das Ausmaß von Handelsaktivitäten wiederum wird in hohem Maße von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung beeinflusst. Demzufolge geht der Bewertungsgutachter bei seiner Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds zunächst auf die Entwicklung allgemeiner makroökonomischer Größen ein. Als zentrale Kennziffern für die makroökonomische Entwicklung stellt er die Veränderungsraten des realen Bruttoinlandprodukts und der Verbraucherpreise über einen längeren Zeitraum der Vergangenheit sowie für die Jahre bis 2030 dar.
178. Dabei stützt er sich auf die Daten des Internationalen Währungsfonds, Washington, D.C./USA. Diese wurden jüngst<sup>154</sup> aktualisiert. Dabei haben sich für die nähere Zukunft deutliche Änderungen gegenüber der zuvor veröffentlichten Prognose<sup>155</sup> ergeben, die im Wesentlichen auf die schon jetzt erkennbaren wirtschaftlichen Folgen des im Februar 2026 begonnenen Iran-Krieges zurückzuführen sind.
179. Die makroökonomische Situation ist in Bezug auf das Geschäftsmodell von HHLA um Spezifika des Markt- und Wettbewerbsumfelds im maritimen Bereich und zugehörigem Hinterlandverkehr zu ergänzen. Diese Ergänzung nimmt der Bewertungsgutachter auf der Grundlage entsprechender Studien vor. Bei unserer Prüfung haben wir die Aussagen des Bewertungsgutachters auch anhand dieser Unterlagen verifizieren können.
180. In Bezug auf das Geschäftsmodell von HHLA setzt der Bewertungsgutachter Schwerpunkte bei den geografischen Märkten, die für HHLA eine besondere Relevanz haben.

ba) Makroökonomische Situation und Ausblick

181. Die umfangreichen Ausführungen des Bewertungsgutachters zur Entwicklung des realen Bruttoinlandprodukts lassen sich wie folgt zusammenfassen:
182. Nach weltweiten Einbrüchen infolge der COVID-19-Pandemie und der nachfolgenden Erholung (2021) hat sich das globale Wirtschaftswachstum abgeflacht, was sich bis auf eine Jahresrate von 3,1 % (2030) fortsetzen soll. Der weltweite Ausblick wird dabei zunehmend durch protektionistische Maßnahmen in Bezug auf den Handel und geopolitische Spannungen gedämpft.
183. Multikausale Ursachen wie z.B. die wirtschaftlichen Folgen des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine haben das Wachstum in der Europäischen Union deutlich einbrechen lassen. Die Erholungstendenzen dieser reiferen Volkswirtschaften finden auf einem niedrigeren Niveau statt und sollen in den kommenden Jahren Wachstumsraten von nur 1,1 % bis 1,4 % ermöglichen.
184. Ein deutlich höheres Wachstumspotenzial wird bei den Schwellen- und Entwicklungsländern Europas verortet. Nach zuletzt hohen Wachstumsraten soll sich die Entwicklung normalisieren – mit jährlichen Steigerungen des realen Bruttoinlandprodukts von bis zu 2,3 % allerdings auf deutlich höherem Niveau als in den Ländern der Europäischen Union.

<sup>154</sup> April 2026.

<sup>155</sup> Oktober 2025.

185. Die unterdurchschnittliche Entwicklung der letzten Jahre in der Europäischen Union und auch die Prognosen für die kommenden Jahre werden wesentlich durch die Entwicklung in Deutschland bestimmt. Mehrere Jahre eines Rückgangs der Wirtschaftsleistung lassen zwar künftig eine Verbesserung hoffen, wobei das Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft allerdings begrenzt ist. Prognosegemäß soll das Wirtschaftswachstum aufgrund von Effekten aus Investitionen im Rahmen der Nutzung des „Sondervermögens Infrastruktur“ in der Spitze immerhin 1,2 % (2026 und 2027) erreichen. Mittelfristig wird Deutschland nur ein Wachstum von 0,6 % (2030) zugetraut.
186. Das Wachstum in den USA ist in der Regel deutlich höher als in den Ländern der Europäischen Union. Durch eine Minderung der Wachstumsraten in den USA auf rund zwei Prozent wird sich der Abstand erwartungsgemäß verkleinern.
187. Die dynamische Entwicklung der fünf wirtschaftlich am weitesten fortgeschrittenen und einflussreichsten Volkswirtschaften Südostasiens,<sup>156</sup> die maßgeblich zum Wirtschaftswachstum der Region beitragen haben, soll sich fortsetzen und bis auf eine Wachstumsrate von 4,6 % (ab 2029) beschleunigen.
188. Nachdem China über einen längeren Zeitraum der wesentliche Treiber des globalen Wachstums war, sollen die Wachstumsraten der chinesischen Volkswirtschaft mittelfristig bis auf 3,3 % (2030) zurückgehen, damit aber dennoch weiterhin über dem weltweiten Durchschnitt liegen.
189. Für die weiter alternde Volkswirtschaft in Japan wird – ähnlich wie für Deutschland – nur ein geringes Wachstumspotenzial gesehen. Dieses liegt mit 0,6 % auf demselben niedrigen Niveau wie in Deutschland.
190. Nach den geopolitischen Schocks wie der COVID-19-Pandemie und dem Beginn des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine, die die Inflation weltweit auf ein Niveau, wie es seit den siebziger Jahren des letzten Jahrhunderts nicht mehr zu beobachten gewesen war, getrieben hat, hat die Geldpolitik durch deutliche Erhöhungen des Zinsniveaus, insbesondere in den westlichen Industrieländern, die inflationären Tendenzen in den letzten Jahren wieder eingegrenzt. Ein weiterer Rückgang der globalen Inflation ist durch den Beginn des Iran-Krieges im Februar 2026 und die bereits jetzt spürbaren Folgen für die Verbraucherpreise unterbrochen worden. Der Internationale Währungsfonds geht derzeit aber davon aus, dass die Erhöhung der Inflationsrate im laufenden Jahr nur von temporärer Natur sein wird.
191. Für die Europäische Union sind die Inflationsraten inzwischen wieder in der Größenordnung, die die Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main,<sup>157</sup> anstrebt (um 2,0 %). Die Inflationsraten sind in den Schwellen- und Entwicklungsländern Europas substanziell höher, sollen aber immerhin im Jahr 2027 auf einstellige Werte sinken. Das Inflationsniveau in Deutschland unterscheidet sich hingegen nur marginal vom Durchschnitt der Länder der Europäischen Union. Auch in den USA, den Ländern der ASEAN-5 und in Japan sollen sich die durchschnittlichen Preiserhöhungen künftig auf ähnliche Werte zurückführen lassen. In China hingegen haben sich in den letzten Jahren nur marginale Inflationsraten materialisiert. Mittelfristig soll sich die Inflation auch in China auf rund 2,0 % einpendeln.

<sup>156</sup> „ASEAN-5“: Die ASEAN-5 sind die fünf Gründungsmitglieder des Verbands Südostasiatischer Nationen (ASEAN) – Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur und Thailand.

<sup>157</sup> „EZB“.

192. Auf dieser Grundlage ist zu erwarten, dass das nominale Wachstum des Bruttoinlandprodukts<sup>158</sup> in den kommenden Jahren im weltweiten Durchschnitt zwischen rund 6,0 % und rund 7,0 % liegen wird. Die jüngeren Entwicklungen und geopolitischen Schocks dürften nach unserer Auffassung keine wesentliche Änderung dieser Erwartungshaltung auslösen. Zwischenzeitliche Beeinträchtigungen des realen Wachstums sollten mit einer krisenbedingten Erhöhung der Inflation einhergehen.

bb) Markt- und Wettbewerbsumfeld

193. HHLA ist als europäischer Hafenterminal- und Logistikdienstleister in einem komplexen und dynamischen Marktumfeld tätig. Primär sind Terminalbetreiber und Logistikdienstleister im Hafenumfeld von maritimen Transportleistungen abhängig.

194. Der Bewertungsgutachter stellt die Größe und die erwartete weitere Entwicklung der für HHLA maßgeblichen Märkte anhand von Mengen (Containerumschlag in Mio. TEU) bzw. Umsatzerlösen (in Mrd. \$) dar.

195. Der vor allem für das Segment Container von HHLA maßgebliche Containerumschlag in Häfen hat weltweit ein Volumen von 986 Mio. TEU (2025) Nach dem dynamischen Wachstum der letzten drei Jahre (CAGR<sup>159</sup> 6,6 %) wird erwartet, dass die Wachstumsraten deutlich zurückgehen. Im Durchschnitt wird ein jährliches Wachstum bis zum Jahr 2029 in Höhe von 2,5 % (CAGR) prognostiziert.

196. Die Entwicklung des Containerumschlags in europäischen Häfen ist im Ergebnis ähnlich. Nach einem erheblichen Wachstum in den Jahren 2023 bis 2025 (CAGR 6,6 %) wird für die weitere Entwicklung bis zum Jahr 2029 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von nur noch 2,2 % (CAGR) erwartet. Mit einem Containerumschlag von rund 6,3 Mio. TEU hat HHLA im Markt der europäischen Häfen einen Anteil von rund 4,2 % an den umgeschlagenen Containern.<sup>160</sup>

197. Die für diese Entwicklung relevanten Marktfaktoren und Trends für das Segment Container von HHLA stellen sich wie folgt dar:

- Automatisierung als zentraler Treiber, da vollautomatisierte Containerbrücken und fahrerlose Transportfahrzeuge die Produktivität pro Terminalfläche erhöhen und Liegezeiten reduzieren
- Unabhängigkeit von Schichtwechseln mit der Möglichkeit einer kontinuierlichen Abfertigung zur Steigerung der Anzahl der Schiffsanläufe und des jährlichen Umschlags durch die automatisierten Systeme
- Präzisere Planung und Echtzeit-Orchestrierung der Abläufe durch digitale Steuerungssysteme
- Optimierte Ressourcennutzung, Vermeidung von Engpässen sowie Verkürzung von Umschlagszeiten durch die Integration von Echtzeitdaten aus Schiffen, Zügen und Lkw
- Aufgrund zunehmender Schiffsgröße im Containerverkehr Erfordernis von umfangreichen Infrastrukturmaßnahmen zur Vertiefung von Fahrrinnen, der Anschaffung leistungsfähigerer Kräne und Schaffung zusätzlicher Stellflächen

198. Der Bewertungsgutachter stellt den Anteil der 15 größten europäischen Containerhäfen tabellarisch dar.<sup>161</sup> Der Hamburger Hafen ist mit einem Umschlag von 7,8 Mio. TEU der drittgrößte Containerhafen in

<sup>158</sup> Also reales Wachstum zuzüglich Inflation.

<sup>159</sup> Compound Annual Growth Rate (geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate).

<sup>160</sup> 2025: 151 Mio. TEU.

<sup>161</sup> Gemessen an der Menge in Mio. TEU im Jahr 2024.

Europa. Die Containerhäfen in Rotterdam (13.8 Mio. TEU) und Antwerpen/Brügge (13,5 Mio. TEU) sind allerdings deutlich größer.

199. Von den für HHLA als Wettbewerber bedeutsamen Häfen der sogenannten Nordrange<sup>162</sup> ist insbesondere auch der Containerhafen in Bremerhaven (4,4 Mio. TEU), der zuletzt erheblich wachsen konnte, von Bedeutung.
200. Der Hamburger Hafen nimmt weiterhin eine bedeutende Funktion als Hub für Nord- und Osteuropa ein. Standorte in Mittel- und Osteuropa sowie im Mittelmeerraum gewinnen zunehmend an Bedeutung. Der Hamburger Hafen steht zunehmend im Wettbewerb mit dem Hafen in Danzig (2,2 Mio. TEU). Die Adria Häfen Koper und Triest investieren verstärkt in Infrastruktur und Bahnverbindungen, um ihre Rolle im Hinterlandverkehr nach Mitteleuropa auszubauen.
201. Der Betreiber des einzigen deutschen Tiefwasserhafens im Wilhelmshaven möchte den JadeWeserPort um ein neues Terminal erweitern, welches auch für den Containerumschlag nutzbar sein soll. Zwar hat der JadeWeserPort erst im Jahr 2025 die umgeschlagene Menge auf über 1,0 Mio. TEU erhöhen können. Bereits im Jahr 2026 soll ein Umschlag zwischen 1,5 und 1,8 Mio. TEU möglich sein. Innerhalb von fünf Jahren solle die Kapazität des Hafens mit rund 2,7 Mio. TEU ausgelastet sein. Durch Automatisierung lasse sich der Containerumschlag auf dem bestehenden Hafengelände auf bis zu 4,0 Mio. TEU erhöhen.<sup>163</sup>
202. Abnehmer der Leistungen des Segments Container sind insbesondere die großen, weltweit tätigen Reedereien. Diese bilden zunehmend Allianzen. Aus der nachfolgenden Abbildung wird erkennbar, dass die vier größten Allianzen einen sehr hohen Marktanteil auf sich vereinen.<sup>164</sup>



Quelle: Container News (2025).

Abbildung 12 Allianzen der Reederei-Wettbewerber und Anteil an der globalen Containerkapazität

203. Die großen Reedereien schließen sich nicht nur zu Netzwerken zusammen, sondern erweitern sich auch im Wege der vertikalen Integration. Sie erwerben Containerterminals, beteiligen sich an diesen oder gehen Partnerschaften ein, um sich Umschlagskapazitäten zu sichern und eine besser planbare sowie effizientere Abfertigung zu erreichen. Diese Entwicklung führt zu einer stärkeren Wettbewerbsintensität, da

<sup>162</sup> Die Nordrange erstreckt sich von Le Havre in Frankreich bis Hamburg und wird als das zentrale Einfallstor für den europäischen Außenhandel insbesondere im Containerverkehr mit Asien angesehen. Neben Hamburg werden dazu insbesondere die Häfen Rotterdam, Antwerpen/Brügge, Bremerhaven und Wilhelmshaven, Amsterdam, Zeebrugge und Le Havre gezählt.

<sup>163</sup> Ad-hoc-Mitteilung der EUROKAI GmbH & Co. KGaA, Hamburg, deren Beteiligungsgesellschaft EUROGATE GmbH & Co. KGaA KG, Bremen, auch den vierten Containerterminal im Hamburger Hafen betreibt.

<sup>164</sup> Die in diesem Schaubild noch als unabhängige Reederei gekennzeichnete israelische Reederei ZIM wird derzeit von Hapag-Lloyd übernommen. Die Zustimmung der Aktionäre von ZIM und der Regulierungsbehörden wird nach einer Pressemitteilung von Hapag-Lloyd vom 16. Februar 2026 bis zum Ende des Jahres 2026 erwartet.

Reedereien nicht nur als Kunden auftreten, sondern auch als direkte Konkurrenten der etablierten Hafenbetreiber.

204. Die relevanten Wettbewerbsfaktoren für das Segment Container von HHLA stellen sich im Übrigen wie folgt dar:

- Zunehmende Bedeutung intermodaler Kapazitäten bei der Hafenauswahl durch Reedereien, insbesondere von leistungsfähigen Schienen- und Binnenschiffahrtsverbindungen, die eine effiziente Weiterleitung von Gütern ins Hinterland bei gleichzeitiger Erreichung von Emissionszielen ermöglichen
- Nähe der Häfen zu maritimen Hauptverkehrsachsen wegen Transportzeiten und Betriebskosten von zentraler Bedeutung
- Operative Leistungsfähigkeit und vorhandene Infrastruktur ebenfalls als wesentlicher Faktor
- Zunehmender Ausbau von Automatisierung als Standardvoraussetzung für die großen Hubs, wobei die Qualität der Umsetzung den entscheidenden Wettbewerbsfaktor darstellt
- Vorreiterrolle bei Automatisierung durch CTA in Hamburg und inzwischen insbesondere auch in Rotterdam
- Allgemeines Kostenniveau, Hafententgelte, Flächenmieten bzw. Konzessionsgebühren, Lohnkosten und Energiepreise als weitere wesentliche Faktoren für die Wettbewerbsfähigkeit
- Markteintritt neuer Anbieter durch hohe Eintrittsbarrieren erschwert

205. Die Preisgestaltung im Containerumschlag ist stark wettbewerbsorientiert und wird durch Faktoren wie Umschlagsgeschwindigkeit, Servicequalität, Hinterlandanbindung und technologische Innovationen beeinflusst.

206. Der europäische Markt für intermodalen Güterverkehr ist durch ein anhaltend hohes Wachstum gekennzeichnet. Über einen Prognosezeitraum von 2025 bis 2030 wird ein durchschnittliches Wachstum von 11,4 %<sup>165</sup> erwartet.

207. Die für diese Entwicklung relevanten Marktfaktoren und Trends für das Segment Intermodal von HHLA stellen sich wie folgt dar:

- Dekarbonisierungsziele des EU Green Deal,<sup>166</sup> die eine Verlagerung von Straßentransporten auf Schiene und Wasserwege fördern
- Investitionen in den Ausbau des TEN-T-Netzes<sup>167</sup>
- Modernisierung von Umschlagterminals
- Einführung digitaler Steuerungssysteme
- Hoher Erneuerungsbedarf des europäischen Schienennetzes, welches zudem bereits stark ausgelastet ist
- Temporäre Kapazitätseinschränkungen und betriebliche Beeinträchtigungen durch umfangreiche Ersatz- und Modernisierungsmaßnahmen
- Steigende Nachfrage nach umweltfreundlichen Transportlösungen aufgrund steigender Energiepreise und regulatorischer Vorgaben zur Verminderung von Emissionen
- Fragmentierung der nationalen Regelwerke und begrenzte Interoperabilität der europäischen Schienennetze

<sup>165</sup> CAGR 2024 bis 2030.

<sup>166</sup> Der Europäische Green Deal wurde von der EU-Kommission im Jahr 2019 als umfassende Wachstumsstrategie initiiert, um Europa bis zum Jahr 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent zu machen. Er zielt darauf ab, die Treibhausgase bis zum Jahr 2030 um mindestens 55 % gegenüber dem Jahr 1990 zu senken und verbindet ökologischen Wandel mit wirtschaftlicher Wettbewerbsfähigkeit.

<sup>167</sup> Das TEN-T-Netz (Transeuropäisches Verkehrsnetz) ist ein europäisches Programm der Europäischen Union zum Aufbau eines modernen, integrierten und nachhaltigen Verkehrsnetzes in ganz Europa, das Straßen, Schienen, Binnenwasserstraßen, See- und Flughäfen sowie Umschlagterminals umfasst.

- Bei kurzen Distanzen höhere Kosten und weniger Flexibilität von Eisenbahnverbindungen gegenüber dem Straßentransport

208. Der Anteil des Schienengüterverkehrs am Inlandgüterverkehr stellt sich im Jahr 2024 wie folgt dar:

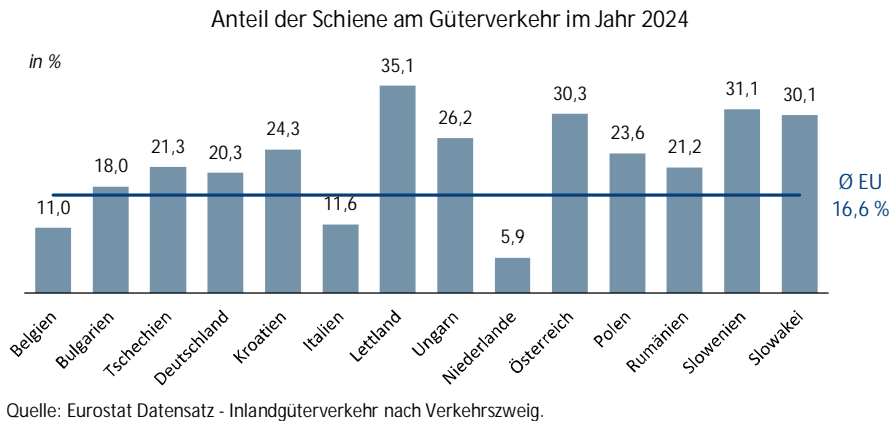


Abbildung 13 Anteile der Schiene am Güterverkehr im Jahr 2024

209. Im Segment Intermodal stellen sich die relevanten Wettbewerbsfaktoren wie folgt dar:

- Zunehmender Wettbewerb infolge der Konkurrenz um Marktanteile durch Schienenverkehrsunternehmen, Logistikdienstleister und alternative Verkehrsträger wie Lkw und Binnenschiff
- Erfolg insbesondere der Schienenverkehrsunternehmen an hohe Netzdichte und Flexibilität sowie der Fähigkeit zur effizienten Steuerung komplexer Transportketten geknüpft
- Hoher Anteil des staatlichen Wettbewerbers DB Cargo, im Übrigen Fragmentierung des Marktes

210. Der Hamburger Hafen ist für den deutschen Außenhandel und als Drehscheibe für Mittel- und Osteuropa von erheblicher Bedeutung. Die Marktposition von HHLA wird insbesondere durch die leistungsfähige Hinterlandanbindung geprägt. Über ein dichtes Schienen- und Straßennetz werden Waren effizient an das Hinterland weitergegeben. Im Übrigen ist der Hamburger Hafen geografisch günstig für einen Weitertransport von Waren nach Mittel- und Osteuropa. Gelegentlich. Das verschafft dem Hamburger Hafen und HHLA als dem dominierenden Anbieter in Hamburg einen Standortvorteil gegenüber den Westhäfen.

211. Allerdings ist der Hamburger Hafen für große Containerschiffe weniger gut erreichbar als die Westhäfen, die als Tiefseehäfen direkt an der Nordsee liegen. Trotz des Nachteils, dass Schiffe auf dem Weg in den Hamburger Hafen zunächst rund 120 Kilometer die Elbe stromaufwärts befahren müssen, was zusätzliche Zeit und nautische Einschränkungen mit sich bringt, ist die Lage des Hamburger Hafens nicht generell als Wettbewerbsnachteil anzusehen, da die finale Destination der Güter auch einen entscheidenden Wettbewerbsfaktor darstellt. Auch für direkte Anläufe mit einem Großcontainerschiff können Ladungen mit einem Ziel im Großraum Hamburg trotz Elbpassage insgesamt wirtschaftlich und kosteneffizienter sein.

212. Die Profilierung von HHLA im Vergleich zum Wettbewerb<sup>168</sup> stellt sich anhand von finanziellen Kennzahlen<sup>169</sup> aktuell wie folgt dar:

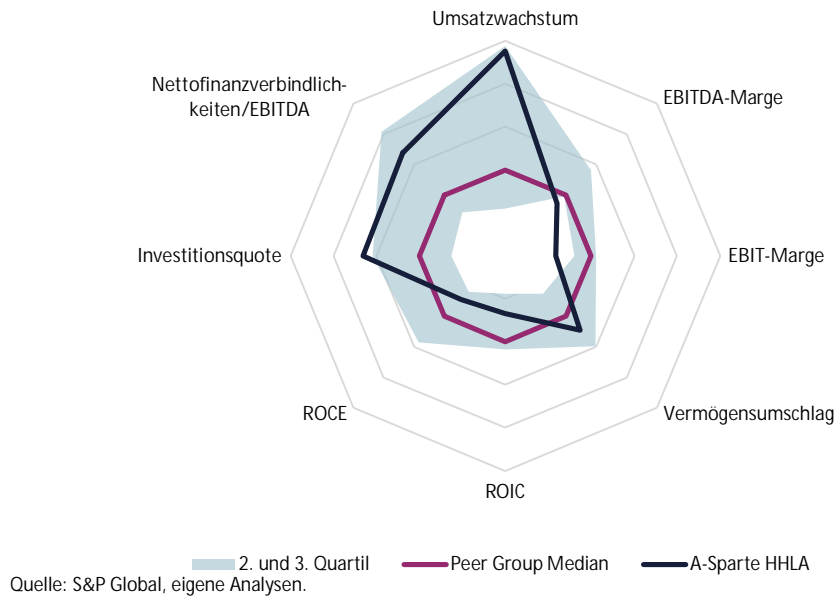


Abbildung 14 Vergleich ausgewählter Finanzkennzahlen der A-Sparte von HHLA mit Peer Group

213. Es ist erkennbar, dass HHLA derzeit umfangreiche Modernisierungsmaßnahmen vornimmt, um den vorstehend dargestellten Erfordernissen gerecht zu werden. Als Folge ist die Verschuldung gestiegen. Das dadurch erreichbare Umsatzwachstum wird mittelfristig dazu beitragen, die Margen und die Verzinsung des eingesetzten Kapitals zu verbessern.

<sup>168</sup> Vergleichsunternehmen der vom Bewertungsgutachter gebildeten Peer Group.

<sup>169</sup> Bilanzielle Daten anhand der veröffentlichten Geschäftsberichte für das jeweilige Geschäftsjahr 2025, Ergebnis-Daten anhand der Prognosen von Analysten für das jeweilige Geschäftsjahr 2026 (Vergleichsunternehmen) bzw. der Planungsrechnung (HHLA).

c) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einschließlich Bereinigungen

214. Der Bewertungsgutachter nimmt eine Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA auf Grundlage der veröffentlichten Konzernabschlüsse für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 vor. Soweit die Ist-Zahlen der betrachteten Vergangenheit Effekte enthalten, die aufgrund ihres Charakters in der Planungsrechnung nicht enthalten sind, hat der Bewertungsgutachter die Ist-Zahlen zuvor um diese bereinigt.

215. Seine Ausführungen zur Ertragslage (bereinigt) lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Anstieg der Umsatzerlöse um durchschnittlich 10,5 % (CAGR) auf € 1.718,8 Mio. (2025)
  - Erhöhung der Umsatzerlöse in allen Segmenten, insbesondere im Segment Intermodal
  - Segment Container: vor allem Anstieg der Lagergelderlöse wegen längerer Verweildauern der Container, 2025 darüber hinaus veränderter Ladungsmix, insbesondere getrieben durch die zusätzlichen Mengen von MSC
  - Segment Intermodal: Netzwerkerweiterung von METRANS, Anstieg Transportvolumen, moderate Preiserhöhungen und Effekte aus der erstmaligen Einbeziehung der Roland-Spedition
  - Segment Logistik von verhältnismäßig geringerer Bedeutung
- Erhöhung Materialaufwand um durchschnittlich 11,0 % auf € 586,8 Mio. (2025)
  - Wesentliche Komponenten: Energie (Strom, Diesel und Gas), Transportleistungen wie Bahntrasenpreise oder Lkw-Frachten,<sup>170</sup> Instandhaltungskosten für Anlagen und Maschinen, Materialeinsatz im Bahnverkehr von METRANS<sup>171</sup> sowie Aufwendungen für Laschfirmen im Segment Container, die für die Ladungssicherung an Bord verantwortlich sind
  - Erhöhung Materialaufwandsquote von 33,8 % (2023) auf 35,1 % (2024) aufgrund höherer Trassenpreise im Zuge der Ausweitung des materialintensiven Bahnverkehrs und einem deutlichen Anstieg der Energiekosten
  - Minderung Materialaufwandsquote auf 34,1 % (2025) im Wesentlichen aufgrund einer deutlichen Entlastung bei den Energiekosten
- Erhöhung Personalaufwand um durchschnittlich 11,8 % auf € 672,1 Mio. (2025)
  - Personalaufwand umfasst auch Aufwendungen aus der Gestellung von Mitarbeitern im Hafenbetrieb, z.B. von der Gesamthafenbetriebs-Gesellschaft m.b.H., Hamburg<sup>172</sup>
  - Minderung Personalaufwandsquote von 38,2 % (2023) auf 36,8 % (2024) infolge von Skaleneffekten sowie steigendem Anteil des weniger personalintensiven Intermodalgeschäfts
  - Erhöhung Personalaufwandsquote auf 39,1 % (2025) vor allem aufgrund von Baustellen-/Umstellungsphasen sowie hohen Yard-Belegungskosten<sup>173</sup>
- Anstieg Aufwandssaldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen auf € –157,6 Mio. (2025)
- Steigerung EBITDA um durchschnittlich 9,6 % auf € 308,4 Mio. (2025), EBITDA-Marge zwischen 17,9 % (2025) und 19,5 % (2024)
- Minderung Abschreibungen um durchschnittlich 0,8 % auf € 166,3 Mio. (2025)
- Erhöhung EBIT um durchschnittlich 27,5 % auf € 142,1 Mio. (2025), Anstieg EBIT-Marge von 6,2 % (2023) auf 8,3 % (2025)

<sup>170</sup> Solche externen Lkw-Transporte werden typischerweise dann beauftragt, wenn HHLA im Rahmen eines Gesamtlogistikpakets auch den Vor- oder Nachlauf per Lkw anbietet, diesen jedoch nicht mit eigenen Ressourcen abdecken kann, beispielsweise bei geografischer Entfernung, fehlender Fahrzeugverfügbarkeit oder speziellen Anforderungen (z.B. Schwerlast oder Gefahrgut). In diesen Fällen greift HHLA auf verlässliche Partner-Speditionen zurück, um eine durchgängige Transportkette sicherzustellen.

<sup>171</sup> Der Materialeinsatz im Bahnverkehr umfasst verbrauchsabhängige Materialien und Ersatzteile für den Betrieb und die Instandhaltung des Schienenverkehrs wie Bremsbeläge, Kupplungen, Radsätze und Schmierstoffe.

<sup>172</sup> „GHB“.

<sup>173</sup> Bezeichnung von Hof- oder Stellplatzkosten in der Branche Logistik.

- Verschlechterung Finanzergebnis auf € –59,1 Mio. (2025)
  - Aufnahme eines Schuldscheindarlehens über € 250,0 Mio. im Jahr 2024
  - Neben tatsächlich zahlungswirksamen Zinsen vor allem Zinsanteile aus gezahlten Leasingraten sowie rechnerische Verzinsung der Pensionsrückstellungen, wie diese sich nach den Rechnungslegungsvorschriften der IFRS ergeben
- Erhöhung Erträge aus Beteiligungen auf € 7,5 Mio. (2025)
  - Anteile an assoziierten Unternehmen
  - Nach der Equity-Methode ermittelt
- Erhöhung Ertragsteueraufwand (unbereinigt) auf € 70,0 Mio. (2025)
  - Verzerrungen der rechnerischen Steuerquote insbesondere durch Wertberichtigungen auf latente Steuern
  - Bereinigte effektive Steuerquote zwischen 41,4 % (2023) und 56,7 % (2025)
- Anstieg Jahresergebnis (unbereinigt) von € 31,1 Mio. (2023) auf € 46,9 Mio. (2024) und Minderung auf € 23,0 Mio. (2025)
- Auf Minderheiten entfallendes Ergebnis zwischen € 21,9 Mio. (2025) und € 23,9 Mio. (2024)

216. Die Erläuterungen des Bewertungsgutachters zur Vermögens- und Finanzlage (unbereinigt) lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Anstieg Bilanzsumme von € 2.706,4 Mio. (31. Dezember 2023) auf € 3.175,3 Mio. (31. Dezember 2025)
- Vermögenslage wesentlich durch Sachanlagen bestimmt
- Anstieg Sachanlagen von € 1.899,6 Mio. (31. Dezember 2023) auf € 2.246,1 Mio. (31. Dezember 2025)
  - Grundstücke, Gebäude und Bauten vor allem der Containerterminals in Hamburg und im Ausland sowie der intermodalen Hinterlandterminals, technische Anlagen und Maschinen sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung, beispielsweise in Form der Suprastrukturen,<sup>174</sup> Kräne und Fahrzeuge an den Terminals oder der Lokomotiven, Waggons und Lkw im Segment Intermodal als wesentliche Bestandteile
  - Nach den Vorschriften von IFRS 16 beim Leasingnehmer bilanzierte Vermögenswerte aus Nutzungsrechten mit nicht unerheblichem Anteil
  - Investitionen in Sachanlagen zwischen € 258,2 Mio. (2024) und € 498,4 Mio. (2025)<sup>175</sup>
  - Investitionsschub im Geschäftsjahr 2025 vor allem wegen neuer Containerbrücken, Umschlaggeräten und Umstellung auf Automated Guided Vehicles<sup>176</sup> am CTB, zudem fortgesetzter Ausbau der internationalen Hinterlandterminals von METTRANS, insbesondere in Polen, Tschechien, Ungarn und Rumänien sowie Investitionen in geförderte Infrastrukturprojekte
- Finanzlage durch Eigenkapital und verzinsliche Verbindlichkeiten geprägt
- Anstieg Eigenkapital auf € 759,5 Mio. (31. Dezember 2025; 23,9 % der Bilanzsumme)
- Anstieg Verzinsliche Verbindlichkeiten auf € 1.886,8 Mio. (31. Dezember 2025; 59,4 % der Bilanzsumme)
  - Gleichwohl Verhältnis Finanzverbindlichkeiten/EBITDA (brutto) mit einem Faktor von rund sechs auf gleichbleibender Höhe
  - Erhöhter Finanzierungsbedarf infolge des laufenden Investitionsprogramms. insbesondere im Zusammenhang mit der Modernisierung und Automatisierung der Terminalinfrastruktur und den Ausbau des Intermodalgeschäfts

<sup>174</sup> Suprastrukturen in der Logistik bezeichnen alle baulichen Anlagen, technischen Einrichtungen und Geräte, die auf einer Verkehrsinfrastruktur (z.B. Kaianlage) errichtet sind, um Güter umzuschlagen, zu lagern oder weiter zu transportieren. Im Gegensatz zu der oft öffentlich finanzierten Infrastruktur werden sie meist von privaten Akteuren (Betreibergesellschaften, Speditionen) bereitgestellt.

<sup>175</sup> Jeweils einschließlich der Aktivierung von Vermögenswerten aus Nutzungsrechten.

<sup>176</sup> „AGV“.

- Aufnahme eines Schuldscheindarlehens über € 250,0 Mio. im Geschäftsjahr 2024

217. Die vorstehend kommentierten Entwicklungen sind auf bereinigter Grundlage gewürdigt. Wir konnten die vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Bereinigungen ohne Beanstandungen nachvollziehen. Weitere Sachverhalte, die eine Bereinigung erfordert hätten, haben wir nicht festgestellt.

**Prüfungsergebnis**  
 Die durchgeführten Bereinigungen tragen dazu bei, dass bei der Planungsanalyse auch auf die Entwicklungen der gesellschaftseigenen Vergangenheit zurückgegriffen werden kann.

### 3. Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts

218. Der Bewertungsgutachter fasst seine umfassende Analyse der wirtschaftlichen Grundlagen von HHLA in einer SWOT-Analyse<sup>177</sup> zusammen. Diese lässt sich zusammengefasst wie folgt darstellen:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Standort im Hamburger Hafen als einem der bedeutendsten europäischen Häfen für den Containerumschlag</li> <li>▫ Etablierte Umschlagsinfrastruktur mit leistungsfähigem Hinterlandverkehr</li> <li>▫ Logistikkompetenz und operative Exzellenz</li> <li>▫ Langfristig stabile Kundenbeziehungen und vertragliche Bindungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Tideabhängige Elbpassage als strukturelle Zugangsbeschränkung</li> <li>▫ Konjunkturelle Abhängigkeit vom Heimat- und Weltmarkt</li> <li>▫ Hohe Arbeitskosten, Flächen- und Hafentgelte sowie Energiekosten</li> <li>▫ Ausgeprägte Abhängigkeit von externen Faktoren</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Infrastrukturinvestitionen der Freien und Hansestadt Hamburg, zum Beispiel für Ersatzneubau der Köhlbrandbrücke</li> <li>▫ Dynamische Entwicklung des Containerverkehrs mit dem Fahrgebiet Fernost sowie Zunahme des Umschlagsvolumens mit der Ostseeregion</li> <li>▫ Erweiterung des internationalen Netzwerks</li> <li>▫ Digitale Transformation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▫ Internationale Handelspolitik und geopolitischen Spannungen mit Störungen der globalen Lieferketten</li> <li>▫ Sich intensivierender Wettbewerb mit anderen europäischen Häfen</li> <li>▫ Transformationsrisiken beim Übergang zu einem CO<sub>2</sub>-neutralen Betrieb</li> <li>▫ Strategische Anpassungen oder Veränderungen im Routennetz der Kunden durch Neuformationen von Allianzen sowie veränderten Anlaufmustern</li> </ul>

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

<sup>177</sup> Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School).

#### D. Bewertung der A-Sparte von HHLA mit dem Börsenkurs der A-Aktie

220. Der Bewertungsgutachter hat sich mit der Frage auseinandergesetzt, ob die marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses auch im konkreten Bewertungsfall eine geeignete Bewertungsmethode<sup>178</sup> darstellt. Zur Verifizierung des ermittelten Börsenwerts hat er zusätzlich Fundamentalbewertungen des Teilkonzerns Hafenlogistik anhand der Grundsätze des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen vorgenommen.
221. Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass als maßgeblicher Börsenkurs der 3M-VWAP zu ermitteln ist. Dieser beträgt nach den Feststellungen der BaFin € 21,16 je A-Aktie. Der Bewertungsgutachter stellt darüber hinaus zutreffend fest, dass der Börsenkurs im vorliegenden Fall nicht auf den Bewertungsstichtag hochzurechnen ist.
222. Seine Beurteilung des maßgeblichen Börsenkurses stützt der Bewertungsgutachter auf eine Einschätzung zur Liquidität des Aktienhandels und Feststellungen zur Erfüllung der gesetzlichen Veröffentlichungspflichten. Dabei hat er seine Analysen für den maßgeblichen Referenzzeitraum auch auf den Zeitraum ab der Bekanntgabe der Absicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots<sup>179</sup> ausgedehnt.
223. Die ausführlichen Analysen des Bewertungsgutachters zum Kursverlauf der A-Aktie zeigen auf, dass dieser durch Marktreaktionen auf Veröffentlichungen der HHLA AG, die allgemeine Marktentwicklung und – über einen längeren Zeitraum – das Übernahmeangebot erklärbar ist. Auffällige Kurssprünge, die weder operativ oder durch das Übernahmeangebot erklärt werden können, habe er nicht festgestellt. Insofern bestünden keine Hinweise auf Marktmanipulationen oder Verstöße gegen Publizitätspflichten, so dass insoweit keine Anhaltspunkte dafür vorlägen, dass der Börsenkurs nicht auf einem informationseffizienten Kapitalmarkt beruht. Angesichts der Anforderungen der Rechtsprechung an die Informationseffizienz des Kapitalmarkts<sup>180</sup> halten wir diese Feststellungen und Schlussfolgerungen für zutreffend.
224. Der Bewertungsgutachter hat die Liquidität der A-Aktie anhand verschiedener Kriterien geprüft: Die Ergebnisse seiner Analyse lassen sich wie folgt zusammenfassen:
- Kriterien des § 5 Abs. 4 WPüG-AngebV, die erfüllt sein müssen, wenn der 3M-VWAP als Untergrenze der Barabfindung in Frage kommen soll, im maßgeblichen Zeitraum erfüllt
    - Handel mit der A-Aktie an sämtlichen 60 Handelstagen
    - Keine mehrfachen, aufeinander festgestellten Kurssprünge um mehr als 5 %
  - Streubesitz durchgehend größer als 5,0 %
  - Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen T€ 76
  - Durchschnittliche Geld-Brief-Spanne<sup>181</sup> als Maß für Transaktionskosten mit 1,02 % unterhalb der von der Rechtsprechung genannten Schwellenwerte
  - Zudem auch keine deutlichen Abweichungen des Bid-Ask-Spreads nach oben, die auf eine temporäre Illiquidität hindeuten könnten
225. Der Bewertungsgutachter kommt zusammenfassend zu dem Ergebnis, dass der 3M-VWAP der A-Aktie eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA und der Barabfindung darstellt.

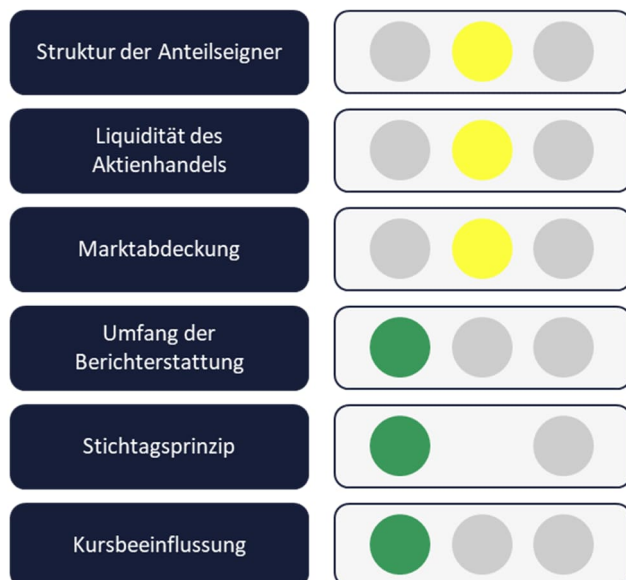
<sup>178</sup> Vgl. dazu Tz. 44 ff dieses Berichts.

<sup>179</sup> 13. September 2023 (vgl. Tz. 6 dieses Berichts).

<sup>180</sup> Vgl. Tz. 55 dieses Berichts.

<sup>181</sup> „Bid-Ask-Spread“.

226. Bei unserer Prüfung zur Relevanz des Börsenkurses und zur Beantwortung der Frage, ob eine Bewertung mit dem Börsenkurs im vorliegenden Fall eine geeignete Bewertungsmethode darstellt, haben wir – über die von der Rechtsprechung diesbezüglich entwickelten Kriterien hinaus – auch den IDW S 17 beachtet.
227. Die Beurteilungskriterien im Ampelsystem des IDW S 17<sup>182</sup> haben im vorliegenden Fall die folgenden Ausprägungen:



Quelle: Eigene Analyse.

Abbildung 15 Einschätzung der A-Aktie nach dem Ampelsystem des IDW S 17

228. Im Referenzzeitraum hat PoH die HHLA AG faktisch beherrscht. Die Ampel ist hinsichtlich der Struktur der Anteilseigner somit auf Gelb.
229. Die Liquidität des Aktienhandels ist nicht vergleichbar mit der des Aktienindex MDAX (Bid-Ask-Spread 0,34 %, Handelsumsatz € 12,9 Mio. pro Tag). Die Ampel ist somit hinsichtlich der Liquidität des Aktienhandels auf Gelb.
230. Vor Verkündung der finalen Annahmquote wurde die HHLA AG von einer Vielzahl von Analysten beobachtet und in Reports gewürdigt. Ab Dezember 2023 wurde die HHLA AG nur noch von wenigen Marktbeobachtern<sup>183</sup> verfolgt.

Die Reports dieser unabhängigen „Investment Researcher“ sind relativ umfassend. Sie enthalten allerdings weder Ergebnisprognosen noch Kursziele. Die finanzielle Berichterstattung der HHLA AG wird in Investorenkonferenzen erläutert. Dabei werden auch die Prognosen für das jeweils kommende<sup>184</sup> bzw. laufende<sup>185</sup> Geschäftsjahr erläutert. Zukunftsbezogene quantitative Informationen wie Planungen für mehrere Geschäftsjahre werden dort nicht erläutert.

<sup>182</sup> Vgl. Tz. 58

<sup>183</sup> Z.B. CRFA UK Limited, London/Vereinigtes Königreich, oder Jefferson Research & Management, Beaverton, Oregon/USA.

<sup>184</sup> Geschäftsbericht für ein vollständiges Geschäftsjahr.

<sup>185</sup> Quartalsberichte.

Die Ampel ist hinsichtlich der Markabdeckung somit auf Gelb.

231. Angesichts der vollständigen Erfüllung von Berichtspflichten durch die HHLA AG ist die Ampel hinsichtlich des Umfangs der Berichterstattung auf Grün.
232. Zwischen dem Ende des Referenzzeitraums und heute haben sich weder die operative und finanzielle Struktur von HHLA noch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen deutlich verändert. Die Ampel ist somit hinsichtlich der Stichtagsprinzips auf Grün.
233. Da keine Anhaltspunkte für eine Kursbeeinflussung vorliegen, ist die Ampel hinsichtlich dieses Kriteriums auf Grün.
234. Nach IDW S 17 ist im vorliegenden Fall die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts erforderlich, da bei mindestens einem Beurteilungskriterium eine gelbe Ausprägung vorliegt.
235. In diesem Fall hat der Wirtschaftsprüfer nach IDW S 17 eigenverantwortlich zu beurteilen, ob der Börsenkurs oder der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 maßgeblich als „wahrer“ Wert heranzuziehen ist. Je mehr gelbe Ausprägungen vorliegen, desto kritischer ist die Frage der Angemessenheit des Börsenkurses im konkreten Einzelfall zu betrachten.<sup>186</sup>
236. Im vorliegenden Fall sind drei der sechs Beurteilungskriterien des Ampelsystems auf Grün und drei weitere auf Gelb. Berücksichtigt man zudem, dass die Liquidität des Aktienhandels zwar nicht der von Aktien des MDAX entspricht, aber nach Einschätzung des Bewertungsgutachters, die er auf Grundlage der dazu vorliegenden Rechtsprechung getroffen hat, dennoch hinreichend ist, halten wir die Bewertung mit dem Börsenkurs im vorliegenden Fall für eine maßgebliche Bewertungsmethode, sofern sich aus einer Bewertung nach IDW S 1 und der Plausibilisierung dieser Werte durch andere Bewertungsmethoden keine wesentlichen Wertabweichungen ergeben.
237. Eine abschließende Beurteilung hat auf Grundlage der heutigen Verhältnisse insoweit allerdings keine Relevanz, da der 3M-VWAP als Desinvestitionspreis zumindest die Untergrenze der Barabfindung bestimmt.

#### **Prüfungsergebnis**

Eine Bewertung mit dem Börsenkurs ist grundsätzlich eine geeignete Bewertungsmethode zur Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA. Der maßgebliche 3M-VWAP beträgt € 21,16 je A-Aktie. Dennoch ist eine Bewertung nach IDW S 1 als zumindest gleichrangige Bewertungsmethode durchzuführen, um die Bewertung mit dem Börsenkurs zu überprüfen.

<sup>186</sup> Vgl. IDW S 17, Rz. 34.

E. Bewertung der A-Sparte von HHLA mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1

I. Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts A-Sparte von HHLA

238. Als Bewertungsobjekt wird zutreffend der Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA, als die HHLA AG einschließlich der zugehörigen Tochtergesellschaften und Beteiligungen betrachtet.
239. Die Bewertung von Konzernen kann nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, die – sofern sachgerecht angewendet – zu identischen Ergebnissen führen müssen.<sup>187</sup> Die Auswahl einer dieser Methoden ist abhängig vom Aufbau der zugrunde gelegten Planungsrechnung bzw. der damit verfolgten Steuerungszwecke und der Frage, ob eine Darstellung einzelner Werte sinnvoll oder erforderlich ist.
240. Vorliegend wird das Geschäft primär auf Konzernebene geplant und gesteuert. Entsprechend der Struktur der vorgelegten Planungsrechnung hat der Bewertungsgutachter demzufolge eine simultane Bewertung auf Teilkonzernebene vorgenommen und den Ertragswert aus der vorgelegten Konzernplanung abgeleitet. Zudem ist im konkreten Bewertungsfall die Feststellung von Unternehmenswerten für einzelne Tochtergesellschaften nicht erforderlich.
241. Die vorstehend beschriebene Vorgehensweise halten wir aus den oben genannten Gründen für zweckmäßig. Wir haben uns durch Abstimmungen versichert, dass die Tochterunternehmen und Beteiligungen vollständig bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der A-Sparte von HHLA berücksichtigt worden sind.
242. Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise, wie der Bewertungsgutachter das Bewertungsobjekt strukturiert und abgegrenzt hat, für sachgerecht.

II. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen der A-Sparte von HHLA

1. Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess

243. Die Bewertung der A-Sparte von HHLA geht in Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1 von einer unbegrenzten Lebensdauer der zugehörigen Unternehmen aus. Da eine dezidierte Planung für einen unendlichen Zeitraum nicht möglich ist, ist zwischen der Detailplanungsphase und der Phase der ewigen Rente zu unterscheiden.<sup>188</sup> Die Detailplanungsphase ist durch die vorgelegte Planung für das erste Planjahr 2026 („Budget“) und die folgenden vier Jahre von 2027 bis 2030 („Mittelfristplanung“) bestimmt.
244. Die Planungsrechnung beinhaltet eine Planung der GuV, die über eine Kapitalflussrechnung mit der Bilanz verzahnt ist, und in der die Unternehmenssteuern vereinfacht geplant sind. Sie wird in Anlehnung an die Grundsätze der IFRS erstellt. Sie enthält auch nicht-finanzielle Größen wie die geplanten Umschlags- bzw. Transportmengen oder die Anzahl der Mitarbeiter.
245. Der Planungsprozess von HHLA wird im Gegenstromverfahren durchgeführt. Er beginnt üblicherweise nach Auswertung des ersten Halbjahres und endet im Dezember eines jeden Jahres. Er beginnt „top

<sup>187</sup> Vgl. Tz. 78 dieses Berichts.

<sup>188</sup> Gegebenenfalls ergänzt durch eine zwischengeschaltete Konvergenzphase zur Überleitung auf die Phase der ewigen Rente.

down“ mit der Vorgabe strategischer Ziele durch den Vorstand. Anschließend werden die top-Down-Vorgaben des Vorstands „bottom up“ in den Fachabteilungen, Segmenten und Einzelgesellschaften dezentral und unter Einbezug lokaler Marktannahmen in detaillierte Einzelplanungen übersetzt. Nach Abstimmung und Verdichtung der Einzelplanungen werden diese vom Vorstand geprüft. Die aggregierte Planung wird zentral durch die Finanzierungs- und Investitionsplanung auf Teilkonzernebene zu einer integrierten Planung erweitert.

246. Externe Faktoren wie Annahmen zur Marktentwicklung und Prämissen zu makroökonomischen Größen wie Inflation, Zinsen und Wechselkurse werden in enger Abstimmung zwischen Treasury, Konzerncontrolling und dem Finanzvorstand definiert. Diese volkswirtschaftlichen Planvorgaben sind für inländische Gesellschaften verbindlich, bei ausländischen Gesellschaften dienen sie zur Orientierung. Die Auslandsgesellschaften planen in lokaler Währung. Die Umrechnung in Euro wird auf Basis der zentral vorgegebenen Annahmen zu Wechselkursen vorgenommen.
247. Die vorgelegte Planungsrechnung wurde am 11. November 2025 vom Vorstand beschlossen. Der Aufsichtsrat hat am 8. Dezember 2025 das Budget verabschiedet und die Mittelfristplanung zur Kenntnis genommen.
248. Nach unseren Erkenntnissen ist diese Planungsrechnung aus dem dargestellten regulären Planungsprozess entstanden. Dieser Prozess entspricht nach unserer Einschätzung den Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung. Angesichts des dargestellten systematischen Planungsprozesses halten wir deshalb die von HHLA vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich für Zwecke der Unternehmensbewertung für geeignet.

## 2. Analyse der Planungstreue

249. Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue auf Basis der wesentlichen operativen Steuerungskennzahlen (Containerumschlag und Containertransport als Mengengrößen in TEU sowie Umsatzerlöse und EBIT als finanzielle Kennzahlen in €) analysiert. Angesichts der regelmäßig deutlich geringeren Planungssicherheit nachfolgender Planungsjahre beschränkt sich die Analyse auf die Planungen für das jeweils erste Planjahr (Budgetjahr).
250. Wir halten die grundsätzliche Vorgehensweise, wie der Bewertungsgutachter die Planungstreue analysiert hat, für sachgerecht. Seine Erläuterungen zu den Plan-Ist-Abweichungen und die aus dieser Analyse gewonnenen Erkenntnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:
- Containerumschlag: Prognosen in allen Planjahren nicht erreicht
    - Geschäftsjahr 2023: Planverfehlung wegen Wegfalls der Feederverkehre mit Russland infolge der EU-Sanktionen, Ausfalls des Terminals in Odessa, der militärischen Eskalation in Nahost sowie der allgemein schwachen Weltkonjunktur in einem Umfeld hoher Inflation und steigender Zinsen
    - Geschäftsjahr 2024: Planverfehlung wegen anhaltend schwachem Welthandel und geopolitischer Unsicherheiten
    - Geschäftsjahr 2025: Planverfehlung wegen eingeschränkter Verfügbarkeit der Anlagen LP 1-2 am CTB, zusätzlicher Mengenrückgänge an den Terminals CTA und CTT und weiterhin ausbleibender Volumina am Terminal in Odessa
  - Containertransport: Prognosen in zwei Planjahren verfehlt, in einem Planjahr übertroffen
    - Geschäftsjahr 2023: Planverfehlung wegen schwacher konjunktureller Entwicklung

- Geschäftsjahr 2024: Planübererfüllung wegen hohem Mengenzuwachses in einer Region, der die Rückgänge in anderen Regionen mehr als kompensieren konnte, Erstkonsolidierung Roland-Spedition
- Geschäftsjahr 2025: Geringfügige Planverfehlung
- Umsatzerlöse und EBIT: Prognosen in zwei Planjahren verfehlt, in einem Planjahr übertroffen
  - Geschäftsjahr 2023: Planverfehlungen neben Verfehlung der Mengen auch auf Normalisierung der Lagergelderlöse an den Hamburger Containerterminals zurückzuführen
  - Geschäftsjahr 2024: Planübererfüllung wegen hohem Mengenzuwachs im Segment Intermodal sowie wieder gestiegener Lagergelderlöse aufgrund verlängerter Verweildauern der Container in den Hamburger Terminals
  - Geschäftsjahr 2025: Planverfehlung wegen anhaltender Kapazitätsrestriktionen und des Ausbleibens erwarteter Volumina
- Wesentliche Abweichungen auf externe Faktoren wie geopolitische Krisen und Konjunkturerinbrüche, besondere Effekte im operativen Geschäft wie Zukäufe und Kapazitätsbeschränkungen und dabei auf nicht antizipierte Sondereffekte zurückzuführen
- Dennoch Indizien für ein ambitioniertes Planverhalten
- Gleichwohl keine Anzeichen dafür, dass die vorliegende Planungsrechnung keine geeignete Grundlage für eine Unternehmensbewertung darstellt

251. Wir konnten die Darstellungen des Bewertungsgutachters ohne Beanstandungen abstimmen. Auch seine Schlussfolgerungen halten wir für nachvollziehbar.

#### **Prüfungsergebnis**

Die von HHLA vorgelegte Planungsrechnung der A-Sparte kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts der A-Sparte verwendet werden.

252. Der Bewertungsgutachter hat die von HHLA erstellte Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) unverändert seiner Bewertung zugrunde gelegt.

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

- Abbruchkostenrückstellungen sowie aktive und passive latente Steuern konstant<sup>189</sup>
- Modifizierung der Planung der liquiden Mittel unter Berücksichtigung einer operativen Mindestkasse
- Modifizierung der Ausschüttungsplanung als Folgewirkung
- Eliminierung der Zinsaufwendungen für Abbruchkostenrückstellungen

<sup>189</sup> Wesentliche Anpassungen von Bilanzposten. Die Anpassungen – also auch die hier nicht dargestellten Anpassungen der Planbilanz – sind vollständig in der Anlage 5.6 zur Gutachtlichen Stellungnahme aufgeführt.

### 3. Analyse der Planung des Jahresergebnisses

#### a) Übersicht

254. Die von HHLA vorgelegte Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) der Sparte Hafenlogistik und die aus bewertungssystematischen Gründen angepasste Planung der weiteren Posten des Jahresergebnisses stellt sich – ergänzt um Vergleichszahlen für die betrachtete Vergangenheit (bereinigt) und um ausgewählte Kennzahlen – insgesamt wie folgt dar:

HHLA A-Sparte GuV € Mio.	Ist (bereinigt)			Planungsrechnung					CAGR	
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2023/25	2025/30
Umsatzerlöse	1.408,9	1.561,7	1.718,8	1.934,9	2.096,7	2.264,4	2.462,6	2.588,5	10,5%	8,5%
Bestandsveränderungen	0,5	0,3	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.	-100,0%
Aktivierete Eigenleistungen	5,5	6,7	9,1	2,8	3,1	0,3	0,4	0,4	28,2%	-47,0%
Materialaufwand	-476,5	-547,9	-586,8	-683,6	-734,0	-803,0	-911,6	-959,7	11,0%	10,3%
Personalaufwand	-537,7	-574,5	-672,1	-740,4	-749,3	-781,7	-810,5	-845,6	11,8%	4,7%
Sonstige betriebliche Erträge	45,8	41,9	52,6	59,1	42,1	41,3	35,5	35,8	7,1%	-7,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen*	-190,0	-183,7	-210,2	-203,3	-193,9	-200,7	-210,3	-213,9	5,2%	n.a.
<b>EBITDA</b>	<b>256,5</b>	<b>304,5</b>	<b>308,4</b>	<b>369,5</b>	<b>464,6</b>	<b>520,7</b>	<b>566,1</b>	<b>605,5</b>	<b>9,6%</b>	<b>14,4%</b>
Abschreibungen	-169,1	-165,6	-166,3	-190,9	-221,0	-238,2	-257,7	-275,8	-0,8%	10,6%
<b>EBIT</b>	<b>87,4</b>	<b>138,9</b>	<b>142,1</b>	<b>178,6</b>	<b>243,6</b>	<b>282,4</b>	<b>308,3</b>	<b>329,7</b>	<b>27,5%</b>	<b>18,3%</b>
Finanzergebnis	-48,2	-48,1	-59,1	-64,5	-74,3	-77,9	-78,0	-73,2		
Erträge aus Beteiligungen	4,9	7,0	7,5	2,5	2,1	3,2	5,6	7,7		
Außerordentliches Ergebnis	5,5	-21,1	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
<b>EBT</b>	<b>49,6</b>	<b>76,7</b>	<b>93,1</b>	<b>116,5</b>	<b>171,5</b>	<b>207,7</b>	<b>235,9</b>	<b>264,1</b>		
Steuern vom Einkommen und Ertrag	18,5	29,8	48,6	35,6	53,4	62,6	68,2	73,3		
Wertberichtigungen auf latente Steuern	0,0	0,0	21,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>31,1</b>	<b>46,9</b>	<b>23,0</b>	<b>80,9</b>	<b>118,1</b>	<b>145,1</b>	<b>167,7</b>	<b>190,8</b>		
<b>In % der Umsatzerlöse</b>										
Materialaufwand	33,8%	35,1%	34,1%	35,3%	35,0%	35,5%	37,0%	37,1%		
Personalaufwand	38,2%	36,8%	39,1%	38,3%	35,7%	34,5%	32,9%	32,7%		
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-10,2%	-9,1%	-9,2%	-7,5%	-7,2%	-7,0%	-7,1%	-6,9%		
EBITDA	18,2%	19,5%	17,9%	19,1%	22,2%	23,0%	23,0%	23,4%		
Abschreibungen	12,0%	10,6%	9,7%	9,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,7%		
EBIT	6,2%	8,9%	8,3%	9,2%	11,6%	12,5%	12,5%	12,7%		
<b>Weitere Kennzahlen</b>										
Effektive Steuerquote**	41,4%	42,7%	56,7%	31,2%	31,5%	30,6%	29,6%	28,6%		
Durchschnittliche Anzahl Mitarbeiter in Personenjahren (FTE)				7.637	7.821	7.954	8.109	8.246		
Produktivität (Umsatzerlöse/FTE) in T€				253,4	268,1	284,7	303,7	313,9		
Personalaufwand/FTE in T€				96,9	95,8	98,3	100,0	102,5		

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

\* In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind sonstige Steuern enthalten

\*\* Ohne Erträge aus Beteiligungen und Wertberichtigungen auf latente Steuern

Tabelle 1 Jahresergebnis der A-Sparte von HHLA

255. Die wesentlichen Steuerungskennzahlen Umsatzerlöse und EBIT-Marge stellen sich für diesen Betrachtungszeitraum wie folgt dar:

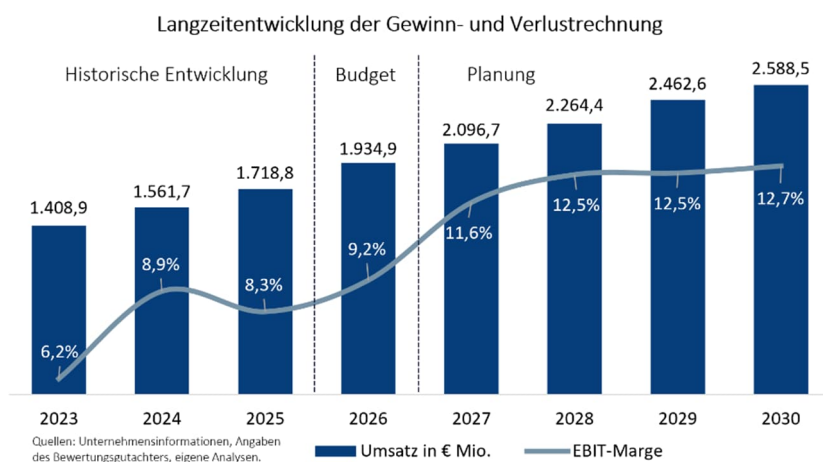


Abbildung 16 Umsatzerlöse und EBIT-Marge der A-Sparte von HHLA

b) Umsatzerlöse

256. Die Umsatzerlöse teilen sich wie folgt auf die Segmente auf:

HHLA A-Sparte Umsatzerlöse nach Segmenten € Mio.	Ist			Planungsrechnung					CAGR	
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2023/25	2025/30
Segment Container	708,8	773,3	848,3	904,8	986,5	1.041,6	1.089,6	1.136,8	9,4%	6,0%
Segment Intermodal	620,5	711,3	824,9	917,7	993,0	1.093,1	1.235,0	1.304,0	15,3%	9,6%
Segment Logistik	78,2	83,7	96,2	113,4	128,9	146,0	164,5	185,5	10,9%	14,0%
Segment Holding/ Ubrige	142,6	145,0	154,5	157,7	151,9	147,1	149,5	151,5	4,1%	-0,4%
Konsolidierung	-141,3	-151,6	-167,7	-158,7	-163,5	-163,5	-176,0	-189,3	9,0%	2,5%
<b>Umsatzerlöse der A-Sparte</b>	<b>1.408,9</b>	<b>1.561,7</b>	<b>1.756,2</b>	<b>1.934,9</b>	<b>2.096,8</b>	<b>2.264,3</b>	<b>2.462,6</b>	<b>2.588,5</b>	<b>11,6%</b>	<b>8,1%</b>
<b>Kennzahlen</b>										
Containerumschlag in TTEU	5.917,4	5.970,1	6.295,1	6.741,9	7.453,3	7.762,5	8.034,0	8.334,2	3,1%	5,8%
Umsatzerlöse Segment Container/TEU in €	119,8	129,5	134,8	134,2	132,4	134,2	135,6	136,4	6,1%	0,2%
Containertransport in TTEU	1.601,6	1.786,8	1.981,8	2.220,8	2.314,9	2.504,9	2.800,2	2.906,2	11,2%	8,0%
Umsatzerlöse Segment Intermodal/TEU in €	387,4	398,1	416,2	413,2	429,0	436,4	441,0	448,7	3,7%	1,5%

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Tabelle 2 Umsatzerlöse der A-Sparte von HHLA nach Segmenten

257. Die Wachstumsdynamik der vergangenen Jahre (2023/25 CAGR 11,6 %) wird im Planungshorizont nicht ganz erreicht werden können (2025/30 CAGR 8,1 %). Angesichts der überragenden Bedeutung der Segmente Container und Intermodal ist dies auf ein Abflachen des Wachstums in diesen Segmenten zurückzuführen.

258. Der Anstieg der Umsatzerlöse ist vorrangig mengengetrieben.

259. Im Segment Container hat HHLA in der betrachteten Vergangenheit den Containerumschlag nur um 3,1 % steigern können, während der Gesamtmarkt<sup>190</sup> mit 6,6 % eine deutlich höherer Wachstumsdynamik entfalten konnte (jeweils CAGR 2023/25). Künftig soll sich das annahmegemäß ändern. HHLA erwartet, die umgeschlagenen Mengen jährlich im Durchschnitt um 5,8 % steigern zu können (CAGR 2025/30), während der Gesamtmarkt nur um 2,2 % (CAGR 2025/29) steigen soll.

<sup>190</sup> Containerumschlag in europäischen Häfen (vgl. Tz. 196 dieses Berichts).

260. Im Segment Intermodal hat HHLA in der betrachteten Vergangenheit den Containertransport um 11,2 % (CAGR 2023/25) steigern können. Angesichts dieses hohen Wachstums und dem dadurch erreichten Niveau sollen die transportierten Mengen zwar weiterhin mit einer hohen Rate, aber etwas weniger dynamisch als in der Vergangenheit wachsen (2025/30 CAGR 8,0 %).
261. Der Anstieg der Umsatzerlöse im Segment Container ist in der jüngeren Vergangenheit vorwiegend auf höhere Durchschnittserlöse zurückzuführen gewesen. Während die durchschnittlichen Stückerlöse<sup>191</sup> in der betrachteten Vergangenheit mit jährlich 6,1 % (CAGR 2023/25) deutlich gestiegen sind, sollen die Durchschnittserlöse je TEU künftig stagnieren (2025/30 CAGR 0,2 %).
262. Im Segment Intermodal konnten die durchschnittlich erzielten Umsatzerlöse je TEU in der Vergangenheit moderat erhöht werden (2023/25 CAGR 3,7 %). Auch künftig sollen Preissteigerungen möglich sein, wenn auch auf etwas geringerem Niveau (2025/30 CAGR 1,5 %).
263. Verglichen mit dem Gesamtmarkt,<sup>192</sup> für den nur Informationen zu den Umsatzerlösen (2024/30 CAGR 11,4 %) vorliegen, soll das für das Segment Intermodal von HHLA erwartete Wachstum (2025/30 CAGR 9,6 %) geringfügig unterdurchschnittlich ausfallen.
264. Treiber des Wachstums im Segment Container sind zum einen die mit MSC vereinbarten Mindestumschlagsmengen,<sup>193</sup> deren Vereinbarung im Übrigen auch ein höheres Maß an Planungssicherheit garantiert. Zum anderen soll vor allem eine höhere Auslastung in den Hamburger Terminals nach Fertigstellung von Umbau- und Automatisierungsarbeiten zu den geplanten Mengensteigerungen beitragen. Weitere Mengensteigerungen ergeben sich bei den internationalen Terminals, insbesondere in Odessa, für das plangemäß bereits im Sommer 2026 wieder der Normalbetrieb erreicht werden soll.
265. Die Entwicklung der Durchschnittserlöse ist wesentlich dadurch beeinflusst, dass in der jüngeren Vergangenheit Lagererlöse in ungeplanter Höhe anfielen. Hier soll sich die Entwicklung normalisieren, was in Einklang mit der Erhöhung der Produktivität durch die Fertigstellung der Umbau- und Automatisierungsarbeiten steht. Die marginale Erhöhung der durchschnittlichen Erlöse je TEU ist ein Saldo aus moderat geplanten Preiserhöhungen und einem Wegfall dieses Sondereffekts.
266. Das Segment Intermodal wird dominiert durch METRANS. Die Roland-Spedition ergänzt das Angebot, hat aber nur einen geringen Anteil an den Umsatzerlösen des Segments. Treiber des Wachstums im Segment Intermodal ist der fortgesetzte Ausbau des Intermodalnetzwerks, beispielweise durch die Errichtung bzw. Erweiterung von Terminals in Deutschland, Ungarn, Tschechien und Polen, die jeweils zu unterschiedlichen Zeitpunkten in der Planung fertiggestellt werden. Angesichts des Zustands des europäischen Schienennetzes, vor allem in Deutschland, ist das Segment Intermodal erheblichen Infrastrukturrisiken ausgesetzt. Baustellen und Umleitungen verursachen Produktivitätseinbußen und Kosteneffekte.
267. Das Segment Logistik beinhaltet im Wesentlichen Umsatzerlöse der UNIKAI Lagerei- und Speditionsgesellschaft mbH, Hamburg. Geringfügige Wachstumsimpulse sollen sich hier aus einer Erhöhung der Kapazität der Autoverladung durch den Bau eines Parkhauses ergeben. Im Übrigen nimmt auch der Anteil der

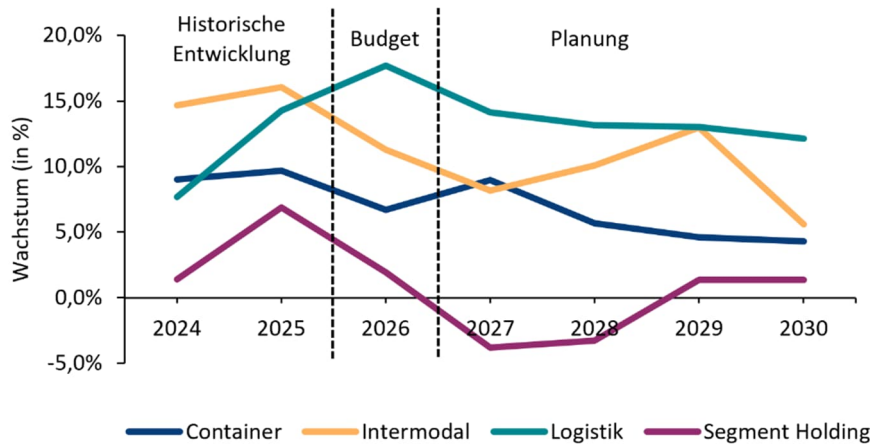
<sup>191</sup> Strenggenommen sind dies keine Stückerlöse, da viele Container die doppelte Größe eines Standardcontainers aufweisen.

<sup>192</sup> Europäischer Markt für den intermodalen Güterverkehr (Vgl. Tz 206 dieses Berichts).

<sup>193</sup> Vgl. Tz. 165 dieses Berichts.

von der CERP Solution a.s., Prag/Tschechien,<sup>194</sup> generierten Umsatzerlöse durch die geplante Erweiterung des Bestands an Wagen und Lokomotiven zu.

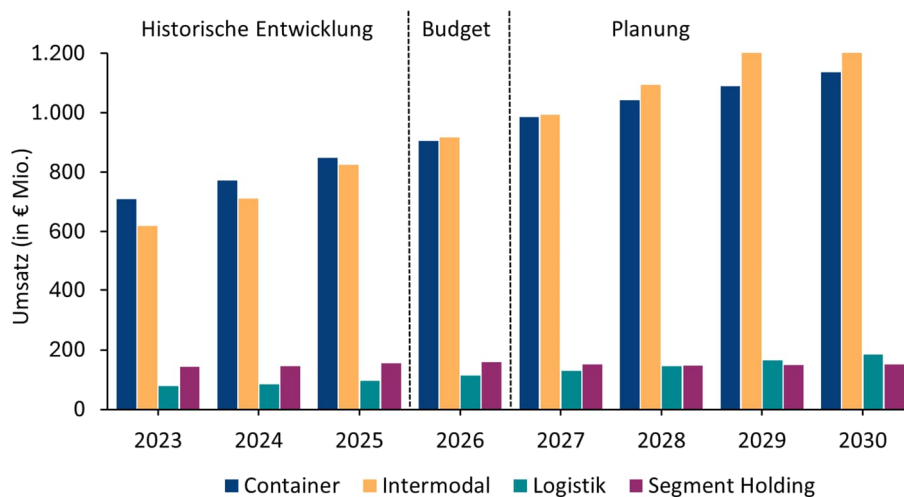
268. Die unterschiedliche Entwicklung der Umsatzerlöse in den einzelnen Segmenten lässt sich wie folgt veranschaulichen:



Quelle: Unternehmensinformationen.

Abbildung 17 Wachstumsrate Umsatzerlöse der A-Sparte von HHLA nach Segmenten

269. Diese Unterschiede in den Wachstumsraten haben zur Folge, dass das Segment Intermodal ab dem Budgetjahr 2026 plangemäß zum umsatzseitig wichtigsten Segment des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA wird, wie folgende Grafik veranschaulichen soll:



Quelle: Unternehmensinformationen.

Abbildung 18 Umsatzerlöse der A-Sparte von HHLA nach Segmenten

<sup>194</sup> „CERP“

c) Operatives Ergebnis (EBIT)

270. Das organische Wachstum der im Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA geplanten Umsatzerlöse führt zu Skaleneffekten. Diese ergeben sich naturgemäß vor allem bei Aufwandsarten, die einen hohen Fixkostenanteil aufweisen. Im Folgenden gehen wir auf weitere, spezifische Effekte ein.
271. Der Materialaufwand beinhaltet nahezu ausschließlich variable Kosten, so dass Skaleneffekte nicht zu erwarten sind. Im Segment Container sind in dieser Position vor allem der Aufwand für Laschfirmen, welche die Ladungssicherung auf den Schiffen übernehmen, der Aufwand für Verschleiß- und Ersatzteile sowie Energiekosten enthalten. Im Segment Intermodal betrifft der Materialaufwand im Wesentlichen Netzgebühren, zugekaufte Vor- und Nachläufe von Lastkraftwagen sowie Energiekosten.
272. Neben den generell eingeplanten inflationären Entwicklungen sind überproportional steigende Trassenentgelte geplant. Dieser Anstieg ergibt sich aus den infrastrukturellen Umleitungen sowie dem fortschreitenden Netzausbau.
273. Die Materialaufwandsquote steigt im Wesentlichen aber wegen einer Veränderung im Geschäftsmodellmix. Während das materialintensive Segment Intermodal im Geschäftsjahr 2025 noch einen Anteil an den Umsatzerlösen von rund 48 % hatte, soll sich der Anteil dieses Segments bis zum Ende des Planungshorizonts erwartungsgemäß auf über 50 % (Geschäftsjahr 2030) erhöhen. Für den gesamten Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA ergibt sich in der Folge eine Erhöhung der Materialaufwandsquote von 34,3 % (Geschäftsjahr 2025) auf 37,1 % (Geschäftsjahr 2030).
274. Während sich der Personalaufwand im betrachteten Vergangenheitszeitraum deutlich erhöht hatte, soll er sich im Planungszeitraum unterdurchschnittlich zu den Umsatzerlösen erhöhen. Hier zeigen sich zum einen Skaleneffekte bei den nicht operativ tätigen Mitarbeitern. Zum anderen ermöglicht der zunehmende Automatisierungsgrad im Segment Container die Erzielung höherer Umsatzerlöse, ohne den Personalbestand aufstocken zu müssen. Im Segment Intermodal sinkt die Personalaufwandsquote zum einen aufgrund von Skaleneffekten aufgrund der erwarteten höheren Produktivität infolge des Ausbaus des METRANS-Netzes. Zum anderen können durch einen Ausbau in den osteuropäischen Ländern tendenziell geringere Personalkosten erreicht werden.
- Nachdem sich die Personalaufwandsquote zuletzt mit 39,1 % (Geschäftsjahr 2025) deutlich erhöht gezeigt hatte, soll diese im Planungsverlauf bis auf 32,7 % (Geschäftsjahr 2030) gesenkt werden können.
275. Die sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen<sup>195</sup> enthalten typischerweise auch Positionen, die sich einer Planung entziehen. Insofern sind diese Posten tendenziell mit geringeren Beträgen geplant, als sie in der Vergangenheit angefallen sind.<sup>196</sup> Die geplanten sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten im Wesentlichen Aufwendungen für Instandhaltungs-, Beratungs- und sonstige Dienstleistungen sowie für Versicherungen, Miete und Leasing. Der Aufwandssaldo hat einen Anteil an den Umsatzerlösen, der von 9,2 % (Geschäftsjahr 2025) auf 6,9 % (Geschäftsjahr 2030) sinkt.

<sup>195</sup> Einschließlich der sonstigen Steuern.

<sup>196</sup> Die sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen sind bereits bereinigt. In den Jahresabschlüssen für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 werden höhere Beträge ausgewiesen.

276. Auf dieser Grundlage soll sich das EBITDA erwartungsgemäß von € 308,4 Mio. (Geschäftsjahr 2025) auf € 605,5 Mio. (Geschäftsjahr 2030) nahezu verdoppeln. Die EBITDA-Marge soll sich von 17,9 % (Geschäftsjahr 2025) auf 23,4 % (Geschäftsjahr 2030) erhöhen.
277. Die Abschreibungen haben sich im betrachteten Vergangenheitszeitraum rückläufig entwickelt. Das Geschäft im Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA ist kapitalintensiv und erfordert demzufolge hohe Investitionen. Über den Planungszeitraum sind Investitionen von über € 1,6 Mrd. geplant.<sup>197</sup> Davon entfallen auf die Containerterminals in Hamburg mehr als € 0,5 Mrd., die vor allem in den ersten Jahren des Planungszeitraums verauslagt werden sollen. Die übrigen Standorte im Segment Container sollen rund € 0,2 Mrd. investieren. Für METRANS sind mehr als € 0,4 Mrd. vorgesehen. Der an METRANS weitervermietete Bestand an Lokomotiven und Containertraggwagen der CERP soll mit einem Budget von ebenfalls mehr als € 0,4 Mrd. weiter ausgebaut werden.

Auf dieser Grundlage steigt die Aufwandsquote aus Abschreibungen im Planungsverlauf von 9,7 % (Geschäftsjahr 2025) auf 10,7 % (Geschäftsjahr 2030).

278. Es ergibt sich ein EBIT, welches von € 142,1 Mio. (Geschäftsjahr 2025) auf € 329,7 Mio. (Geschäftsjahr 2030) steigen soll. Die EBIT-Marge verbessert sich plangemäß von 8,3 % (Geschäftsjahr 2025) auf 12,7 % (Geschäftsjahr 2030).

d) Jahresüberschuss

279. Angesichts der hohen Kapitalintensität des Geschäftsmodells des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA und einer Finanzierung, die zu rund zwei Dritteln aus verzinslichen Verbindlichkeiten und nur zu einem Drittel aus Eigenkapital bereitgestellt wird,<sup>198</sup> ist der Aufwandssaldo aus Zinserträgen und -aufwendungen von erheblicher Bedeutung. Durch das laufende Investitionsprogramm erhöht sich die Verschuldung zunächst weiter, obwohl das BCA die Absicht einer Einzahlung in das Eigenkapital in Höhe von € 450,0 Mio. vorsieht.<sup>199</sup> Mit den Rückflüssen aus den mit Hilfe der getätigten Investitionen erzeugten Cashflows können die verzinslichen Verbindlichkeiten ab dem Geschäftsjahr 2028 wieder zurückgeführt werden.
280. Das geplante Finanzergebnis reflektiert diese Entwicklung. Dabei sind Zinserträge von untergeordneter Bedeutung. Die Zinsaufwendungen sind auf der Grundlage von Annahmen zur Verzinsung für verschiedene Laufzeitbänder geplant.<sup>200</sup>
281. Der Bewertungsgutachter hat das geplante Zinsergebnis grundsätzlich in unveränderter Höhe übernommen. Aus seiner Finanzbedarfsrechnung hergeben sich Abweichungen zur Planungsrechnung bei den liquiden Mitteln. Angesichts der geringeren Habenverzinsung würde eine Anpassung des Zinsergebnisses lediglich eine geringfügige Auswirkung auf das Bewertungsergebnis haben. Insoweit hat der Bewertungsgutachter von einer Anpassung des Finanzergebnisses abgesehen. Da bilanziell berücksichtigte Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit bestehenden Abbruchverpflichtungen nach Einschätzung des Bewer-

<sup>197</sup> Nach Abzug der nicht zahlungswirksamen Investitionen verbleiben fast € 1,5 Mrd.

<sup>198</sup> Vgl. Tz. 216 dieses Berichts.

<sup>199</sup> Vgl. Tz. 158 dieses Berichts.

<sup>200</sup> 3,45 % für Laufzeiten von unter fünf Jahren, 4,35 % für Laufzeiten von fünf bis 15 Jahren und 4,75 % für Laufzeiten von mehr als 15 Jahren.

tungsgutachters tatsächlich nicht anfallen werden, weil davon auszugehen ist, dass die diesem Sachverhalt zugrunde liegenden Mietverträge verlängert werden, hat der Bewertungsgutachter die Planung des Zinsergebnisses insoweit allerdings modifiziert.

282. Nachdem sich der Aufwandsüberhang im Zinsergebnis bereits im Geschäftsjahr 2025 auf € 59,1 Mio. erhöht hat, wird sich dieser im Planungsverlauf weiter erhöhen und in der Spitze € 78,0 Mio. (Geschäftsjahr 2029) erreichen. Infolge der Tilgungen sinkt dieser im letzten Planjahr auf € 73,2 Mio. (Geschäftsjahr 2030).
283. Die Erträge aus Beteiligungen haben sich in der Vergangenheit bis auf € 7,5 Mio. (Geschäftsjahr 2025) erhöht. Aufgrund eines erwarteten Ergebnismrückgangs bei vier assoziierten Unternehmen sinkt das Beteiligungsergebnis in den ersten Planjahren, bevor es zum Ende des Planungshorizonts erwartungsgemäß wieder auf das Ausgangsniveau steigt und € 7,7 Mio. (Geschäftsjahr 2030) erreicht.
284. HHLA plant den Ertragsteueraufwand in vereinfachter Form. Dabei werden nur zahlungswirksame Steuern geplant, während latente Steuern nicht angesetzt werden. Zudem werden auch die vorhandenen Verlustvorträge nicht berücksichtigt. Aus Vereinfachungsgründen wird die in Deutschland erhobene nominale Steuerquote für die Planung der Steueraufwendungen verwendet.
285. Der Bewertungsgutachter hat die von der Gesellschaft aufgestellte Planung der Unternehmenssteuern ohne Anpassungen übernommen, da er die Steuerplanung für nachvollziehbar und im Ergebnis für angemessen hält. Die Anpassung des Zinsaufwands wegen der Eliminierung der Zinsen auf die Abbruchkostenrückstellung<sup>201</sup> hätte grundsätzlich eine Erhöhung des Steueraufwands zur Folge. Aus Wesentlichkeitsgründen und zugunsten der Minderheitsaktionäre hat der Bewertungsgutachter auf eine entsprechende Anpassung des Steueraufwands verzichtet. Die vorhandenen Verlustvorträge berücksichtigt er aus Darstellungsgründen als Sonderwert.
286. Der Ertragsteueraufwand ist in der Vergangenheit durch Sondereffekte geprägt. Der Bewertungsgutachter hat nur die Posten des operativen Ergebnisses (EBIT) bereinigt, da die nachfolgenden Positionen der GuV einem Zeitvergleich üblicherweise weitgehend nicht zugänglich sind. Bei der Plausibilisierung der effektiven Steuerquote hat er eine Wertberichtigung auf aktive latente Steuern allerdings nicht berücksichtigt, um eine unverzerrte Vergleichsgrundlage zu schaffen.
287. Nach Abzug dieser Wertberichtigung ergibt sich für das Geschäftsjahr 2025 ein Ertragsteueraufwand in Höhe von € 48,6 Mio., was einer effektiven Steuerquote<sup>202</sup> von 56,7 % entspricht. Im Planungsverlauf sinkt der Ertragsteueraufwand zunächst auf € 35,6 Mio. (Geschäftsjahr 2026) und steigt im weiteren Planungsverlauf auf € 73,3 Mio. (Geschäftsjahr 2030). Die effektive Steuerquote verringert sich im Planungsverlauf zunächst auf 31,2 % und ab dem Geschäftsjahr 2028 infolge der Verminderung des Körperschaftsteuertarifs<sup>203</sup> auf 28,6 % (Geschäftsjahr 2030).

<sup>201</sup> Vgl. Tz. 281 dieses Berichts.

<sup>202</sup> Ertragsteuern dividiert durch EBT ohne Beteiligungserträge.

<sup>203</sup> Nach dem „Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts Deutschland“ sinkt der Körperschaftsteuersatz über einen Zeitraum von fünf Jahren – beginnend mit dem Jahr 2028 – jährlich um einen Prozentpunkt. Ab dem Jahr 2032 wird die Tarifbelastung 10 % betragen.

288. Die vorstehend beschriebenen Entwicklungen haben einen sprunghaften Anstieg des Jahresergebnisses im ersten Planjahr und kontinuierliche Erhöhungen in den weiteren Planjahren zur Folge. Die Ergebnisanteile der Minderheiten werden aus Darstellungsgründen als negativer Sonderwert berücksichtigt.

e) Bilanz

289. Die von HHLA vorgelegte Planung der Bilanz der Sparte Hafenlogistik stellt sich – nach den aus bewertungssystematischen Gründen vorgenommenen Modifikationen des Bewertungsgutachters<sup>204</sup> und ergänzt um Vergleichszahlen für die betrachtete Vergangenheit (31. Dezember 2025 als Aufsatzbilanz bereinigt) sowie um ausgewählte Kennzahlen – wie folgt dar:<sup>205</sup>

HHLA A-Sparte Bilanz € Mio.	Ist (bereinigt)			Planungsrechnung					CAGR	
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2023/25	2025/30
Immaterielle Vermögensgegenstände	182,3	223,5	238,9	265,6	268,6	261,0	254,4	270,1	14,5%	2,5%
Sachanlagen	1.899,6	1.963,2	2.246,1	2.461,6	2.665,1	2.754,8	2.717,2	2.653,0	8,7%	3,4%
Finanzanlagen und sonstiges Anlagevermögen	57,1	60,0	46,3	108,8	112,8	112,3	113,7	117,2	-10,0%	20,4%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>2.139,1</b>	<b>2.246,7</b>	<b>2.531,3</b>	<b>2.836,0</b>	<b>3.046,4</b>	<b>3.128,1</b>	<b>3.085,3</b>	<b>3.040,3</b>	<b>8,8%</b>	<b>3,7%</b>
Vorräte	34,4	37,9	38,6	41,9	44,1	47,1	51,0	52,9	5,9%	6,5%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	163,3	187,6	204,2	203,9	257,2	272,9	306,9	273,0	11,8%	6,0%
Forderungen gegen nahestehende Unternehmen	8,5	8,2	29,1	23,0	17,9	24,9	34,7	23,4	85,2%	-4,3%
Liquide Mittel	174,6	230,0	473,7	255,1	211,7	162,6	66,0	204,6	64,7%	-15,5%
Sonstiges Umlaufvermögen	186,6	258,2	191,9	163,9	169,7	175,8	183,9	224,9	1,4%	3,2%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>567,4</b>	<b>722,0</b>	<b>937,6</b>	<b>687,7</b>	<b>700,6</b>	<b>683,3</b>	<b>642,5</b>	<b>778,8</b>	<b>28,6%</b>	<b>-3,6%</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>2.706,4</b>	<b>2.968,7</b>	<b>3.469,0</b>	<b>3.523,7</b>	<b>3.747,0</b>	<b>3.811,4</b>	<b>3.727,8</b>	<b>3.819,1</b>	<b>13,2%</b>	<b>1,9%</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>738,1</b>	<b>750,8</b>	<b>1.119,5</b>	<b>1.160,0</b>	<b>1.219,1</b>	<b>1.291,6</b>	<b>1.375,5</b>	<b>1.470,9</b>	<b>23,2%</b>	<b>5,6%</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>158,5</b>	<b>158,5</b>	<b>152,7</b>	<b>156,9</b>	<b>155,2</b>	<b>152,8</b>	<b>152,5</b>	<b>152,2</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-0,1%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	373,3	612,3	670,9	689,3	845,9	838,5	688,2	714,3	34,1%	1,3%
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	720,6	661,0	736,5	731,2	708,7	673,5	634,6	606,6	1,1%	-3,8%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	107,0	119,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	6,3%	0,0%
Pensionsrückstellungen	353,4	361,6	346,5	363,6	379,9	387,1	391,5	395,5	-1,0%	2,7%
<b>Verzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>1.554,3</b>	<b>1.753,9</b>	<b>1.875,0</b>	<b>1.905,1</b>	<b>2.055,4</b>	<b>2.020,1</b>	<b>1.835,3</b>	<b>1.837,4</b>	<b>9,8%</b>	<b>-0,4%</b>
<b>Unverzinsliche Verbindlichkeiten</b>	<b>255,6</b>	<b>305,5</b>	<b>321,7</b>	<b>301,7</b>	<b>317,4</b>	<b>346,8</b>	<b>364,6</b>	<b>358,6</b>	<b>12,2%</b>	<b>2,2%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>2.706,4</b>	<b>2.968,7</b>	<b>3.469,0</b>	<b>3.523,7</b>	<b>3.747,0</b>	<b>3.811,4</b>	<b>3.727,8</b>	<b>3.819,1</b>	<b>13,2%</b>	<b>1,9%</b>
<b>Kennzahlen</b>										
Lagerreichweite (in Tagen)	26,4	25,3	24,0	22,3	21,9	21,4	20,4	20,1		
Forderungsreichweite (in Tagen)	42,1	43,7	43,2	38,4	44,7	44,0	45,5	38,5		
Verbindlichkeitsreichweite (in Tagen)	77,6	80,8	92,8	72,0	73,9	75,3	65,7	63,3		
Durchschnittliche Liquide Mittel (in % der Umsatzerlöse)		13,0%	20,5%	18,8%	11,1%	8,3%	4,6%	5,2%		
Eigenkapitalquote (in % der Bilanzsumme)	27,3%	25,3%	32,3%	32,9%	32,5%	33,9%	36,9%	38,5%		
Verzinsliches Fremdkapital/EBITDA	6,1	5,8	6,1	5,2	4,4	3,9	3,2	3,0		
Return on Invested Capital		3,3%	2,6%	4,1%	5,5%	6,1%	6,7%	7,5%		
Return on Capital Employed (adjusted)		6,1%	5,7%	6,0%	7,9%	8,6%	9,3%	10,3%		

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Tabelle 3 Bilanz der A-Sparte von HHLA

290. Die künftige Entwicklung der Vermögens- und Finanzlage der A-Sparte von HHLA stellt sich zusammengefasst wie folgt dar:

- Bilanzsumme mit geringerer Dynamik weiter steigend
- Anlagevermögen zunächst aufgrund der Investitionstätigkeit wachsend
  - Immaterielle Vermögensgegenstände aufgrund von Investitionen in die Software zur Automatisierung von Containerterminals wachsend

<sup>204</sup> Vgl. Tz. 253 dieses Berichts.

<sup>205</sup> Die Bilanzwerte beziehen sich auf den 31. Dezember des jeweiligen Geschäftsjahres. ValueTrust rechnet den Return on Capital Employed („ROCE“) mit dem Capital Employed zu Beginn eines Geschäftsjahres. HHLA verwendet bei der Berechnung dieser Kennziffer eine Durchschnittsgröße. Wir folgen in unserer Darstellung der Darstellung des Bewertungsgutachters.

- Sachanlagevermögen aufgrund von Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen zunächst erheblich wachsend
  - Finanzanlagen vor allem ersten Planjahr 2026 aufgrund von Investitionen in Beteiligungen und Joint Ventures an ausländischen Terminals der METRANS wachsend
- Umlaufvermögen zunächst rückläufig und dann wachsend
  - Lagerreichweite sinkend
  - Forderungsreichweite uneinheitlich, im Wesentlichen gleichbleibend
  - Liquide Mittel auf betriebsnotwendiges Niveau kalibriert
  - Sonstiges Umlaufvermögen rückläufig und dann wachsend
- Eigenkapital in der Aufsatzbilanz (31. Dezember 2025) um die im BCA zugesagten Mittel von € 450,0 Mio.<sup>206</sup> erhöht und auch danach absolut und relativ wachsend
- Rückstellungen nahezu unverändert
- Verzinsliche Verbindlichkeiten wegen der Finanzierung von Investitionen zunächst wachsend und dann rückläufig, Verhältnis zum EBITDA infolgedessen von 6,1 (Geschäftsjahr 2025) auf 3,0 (Geschäftsjahr 2030) zurückgeführt
- Unverzinsliche Verbindlichkeiten zunächst gemindert und dann wachsend bei sinkender Verbindlichkeiten-Reichweite
- Anstieg ROIC<sup>207</sup> von 2,6 % (Geschäftsjahr 2025) auf 7,5 % (Geschäftsjahr 2030)
- Anstieg ROCE von 5,7 % (Geschäftsjahr 2025) auf 10,3 % (Geschäftsjahr 2030)

#### f) Gesamtwürdigung

291. Der Bewertungsgutachter fasst die von ihm vorgenommene ausführliche Analyse der Planungsrechnung in einem gesonderten Abschnitt zusammen. Seine Aussagen lassen sich wie folgt verdichten:

- Wesentliche Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung im Rahmen einer Benchmarking-Analyse mit der Peer Group plausibilisiert
- Umsatzerlöse überwiegend durch die Segmente Container und Intermodal generiert
  - Umsatzwachstum im Segment Container maßgeblich aus den mit MSC vereinbarten Mindestumschlagmengen und im Übrigen von der globalen Konjunktorentwicklung sowie internationalen Warenströme abhängig
  - Segment Container von intensivem Wettbewerb mit anderen Häfen der Nordrange geprägt und hinsichtlich weiterer Umsatzbeiträge, insbesondere aus internationalen Terminals, aufgrund aktueller geopolitischer Krisen einer erhöhten Planungsunsicherheit unterliegend
  - Umsatzwachstum im Segment Intermodal insbesondere durch den weiteren Ausbau des bestehenden Intermodalnetzwerks im Nord-Ost-Korridor zwischen Hamburg und Osteuropa
  - Segment Intermodal Infrastrukturrisiken im europäischen Schienennetz, insbesondere in Deutschland, ausgesetzt
  - Umsatzwachstum am oberen Ende der Bandbreite der Peer Group sowie deutlich über dem Median der Vergleichsunternehmen
  - Umsatzwachstum im Segment Container die erwarteten Marktwachstumsraten deutlich übersteigend
  - Umsatzwachstum im Segment Intermodal im Wesentlichen im Einklang mit den prognostizierten Marktentwicklungen
  - Geplantes Umsatzwachstum insgesamt als ambitioniert einzustufen und zugleich in erheblichem Maße von externen Einflussfaktoren abhängig

<sup>206</sup> Vgl. Tz. 158 dieses Berichts.

<sup>207</sup> Return on Invested Capital (Rendite auf das investierte Kapital).

- Deutliche Verbesserung der EBITDA-Marge im Planungszeitraum
  - Im Vergleich EBITDA-Marge im Geschäftsjahr 2025 noch im unteren Bereich der Bandbreite der Peer Group, aber bis zum Geschäftsjahr 2030 sukzessive Annäherung an den Median der Vergleichsunternehmen sowie anschließende Überschreitung dessen
  - Geplante Verbesserung der EBITDA-Marge basierend auf steigenden Umsatzerlösen in Verbindung mit Effizienzsteigerungen in den Containerterminals infolge eines zunehmenden Automatisierungsgrades
  - Zudem Verbesserung der operativen Profitabilität durch Skaleneffekte im Segment Intermodal, insbesondere im Zusammenhang mit dem weiteren Ausbau des Intermodalnetzwerks
- Investitionsquote in Sachanlagen sowie immaterielle Vermögensgegenstände<sup>208</sup> kontinuierlich von 19,8 % (Geschäftsjahr 2025) auf 7,8 % (Geschäftsjahr 2030) sinkend
  - Rückgang der Investitionsquote nicht primär auf eine Abnahme der Erweiterungsinvestitionen zurückzuführen, sondern überwiegend aus den Zyklen der Ersatzinvestitionen resultierend, die insbesondere in der jüngeren Vergangenheit sowie in der Anfangsphase der Planung anfallen
  - Im Planjahr 2030 ausgewiesene Investitionsquote deshalb kein nachhaltiges Investitionsniveau
- ROIC im Planungszeitraum von 2,6 % (Geschäftsjahr 2025) auf 7,5 % (Geschäftsjahr 2030) steigend, bei gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten<sup>209</sup> von 6,6 % (2030) Annahme einer Überrendite von 0,9 %
- ROCE im Planungszeitraum von 5,7 % (Geschäftsjahr 2025) auf 10,3 % (Geschäftsjahr 2030) steigend
- Aufgrund der umfangreichen Analysen Einschätzung der Planungsrechnung vor dem Hintergrund des geplanten Wachstums der Umsatzerlöse und der geplanten Margensteigerung als ambitioniert, aber plausibel

292. Aufgrund unserer Prüfung können wir die Einschätzung des Bewertungsgutachters in vollem Umfang nachvollziehen. Wir haben dieselben Informationsgrundlagen verwendet, die der Bewertungsgutachter anführt.

293. Im Rahmen der Plausibilisierung der vorgelegten Planungsrechnung haben wir ebenfalls unter anderem auf Benchmarking-Erhebungen für die Peer Group zurückgegriffen. Die Ergebnisse dieser Analysen haben wir in der vorstehenden Analyse der Planungsrechnung<sup>210</sup> nicht explizit angeführt. Die vorstehenden Aussagen des Bewertungsgutachters lassen sich durch die folgenden Abbildungen belegen.

294. Das Wachstum der Umsatzerlöse des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA und die EBITDA-Margen stellen sich im Vergleich zur Peer Group wie folgt dar:<sup>211</sup>

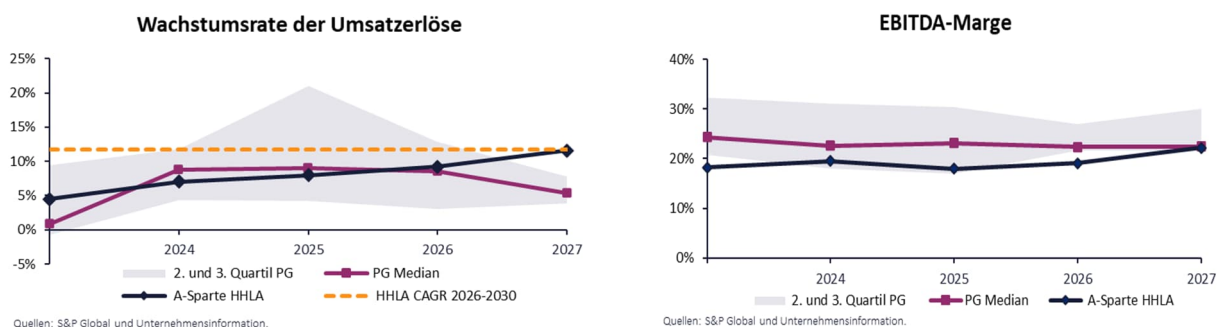


Abbildung 19 Benchmarking Umsatzwachstumsrate und EBIT-Marge der A-Sparte von HHLA im Vergleich zur Peer Group

<sup>208</sup> Ohne Aktivierungen von Nutzungsrechten nach IFRS 16.

<sup>209</sup> WACC (Weighted Average Cost of Capital, Konzept der gewogenen Kapitalkosten).

<sup>210</sup> Vgl. insbesondere Tz. 256 ff. und Tz. 270 ff. dieses Berichts.

<sup>211</sup> Wir stellen die Bandbreite für das 25-75-Prozent-Quartil dar, um den Einfluss von Ausreißern außen vor zu lassen.

295. Die Investitionsquote des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA stellt sich im Vergleich zur Peer Group wie folgt dar:<sup>212</sup>

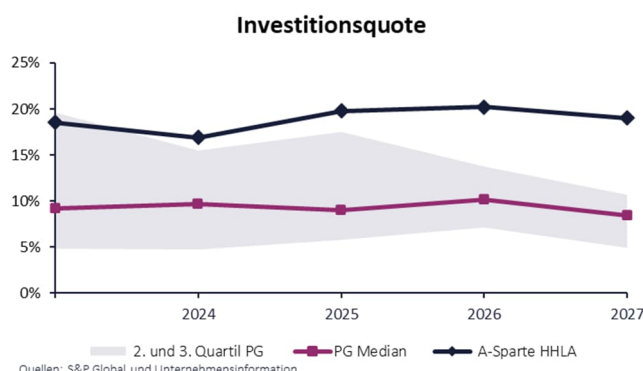


Abbildung 20 Benchmarking Investitionsquote der A-Sparte von HHLA im Vergleich zur Peer Group

### Prüfungsergebnis

Auf Grundlage unserer Analysen zu der von HHLA vorgelegten Planungsrechnung und unter Berücksichtigung der Ergebnisse aus dem Benchmarking sind wir der Auffassung, dass die Unternehmensplanung von HHLA eine geeignete Grundlage zur Ermittlung des Unternehmenswerts darstellt.

## 4. Konvergenz- und Fortführungsphase

296. Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass sich der Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA zum Ende des Detailplanungszeitraums (Geschäftsjahr 2030) noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet.
297. Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses (ab 2035) hat er daher die Ansätze der Detailplanungsphase (Geschäftsjahre 2026 bis 2030) durch Zwischenschaltung einer technischen Konvergenzphase von vier Jahren (Geschäftsjahre 2031 bis 2034 nachhaltige Größen überführt. Dieses nachhaltige Ergebnis bildet die künftige Ertragskraft des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung und ohne die Durchführung von Erweiterungsinvestitionen ab.
298. In einem ersten Schritt hat der Bewertungsgutachter die Umsatzerlöse des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA auf eine nachhaltig zu erwartende Umsatzgröße überführt.
299. Das Wachstum der Umsatzerlöse im letzten Planjahr (5,1 %) entspricht nicht den langfristigen Erwartungen. Aus der Planungsrechnung ergibt sich im Durchschnitt ein Wachstum der Umsatzerlöse in Höhe von 8,5 %. Diese Wachstumsrate liegt um rund drei Prozentpunkte über dem Durchschnitt der Peer Group.
300. Auf der Basis von Überlegungen zur langfristigen Inflationsentwicklung und zu den Möglichkeiten, steigende Kosten an die Kunden überwälzen zu können, schätzt der Bewertungsgutachter die nachhaltige Rate des Umsatzwachstums auf 1,25 %.<sup>213</sup> In der Konvergenzphase hat er die Wachstumsrate der Umsatzerlöse des letzten Planjahres (5,1 %) durch lineare Abschmelzung über vier Jahre auf das nachhaltig

<sup>212</sup> Wir stellen die Bandbreite für das 25-75-Prozent-Quartil dar, um den Einfluss von Ausreißern außen vor zu lassen.

<sup>213</sup> Vgl. dazu im Einzelnen Tz. 405 ff. dieses Berichts.

zu erwartende Umsatzwachstum (1,25%) überführt. Auf dieser Grundlage ergibt sich ein nachhaltiges Umsatzvolumen von € 2.915,0 Mio. (ab dem Geschäftsjahr 2035).

301. In einem zweiten Schritt hat der Bewertungsgutachter das nachhaltige Umsatzvolumen in nachhaltige Ergebnisgrößen überführt.
302. Dabei hat er das nachhaltige Umsatzvolumen unter Ansatz einer nachhaltig erzielbaren EBITDA-Marge von 23,4 % in ein nachhaltiges EBITDA überführt. Die nachhaltige EBITDA-Marge liegt über dem für das Jahr 2027 erwarteten Median der Peer Group und entspricht der für das letzte Planjahr erwarteten EBITDA-Marge des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA. Unter Heranziehung der nachhaltigen EBITDA-Marge (23,4 %) ergibt sich bei dem geschätzten nachhaltigen Umsatzvolumen (€ 2.915,0 Mio.) ein nachhaltiges EBITDA von € 681,8 Mio.
303. Das nachhaltige EBITDA hat der Bewertungsgutachter unter Ansatz der nachhaltigen CAPEX-Quote<sup>214</sup> in ein nachhaltiges EBIT überführt. Dabei hat er die nachhaltige CAPEX-Quote auf Grundlage des bis zum Jahr 2055 reichenden strategischen Investitionsplans von HHLA modelliert. Neben den so ermittelten Annuitäten für die Investitionsausgaben (11,0 % der Umsatzerlöse) hat er für die Ausgaben im Zusammenhang mit den nach IFRS 16 aktivierten Miet- und Pachtverträgen für Flächen der Containerterminals eine nachhaltige Investitionsquote in Höhe von weiteren 1,06 % der Umsatzerlöse angesetzt.
304. Die Abschreibungen in der Konvergenz- und Fortführungsphase hat der Bewertungsgutachter so modelliert, dass die im Jahr 2030 angesetzte Abschreibungsquote sukzessive auf eine nachhaltige Abschreibungsquote übergeleitet wird. Die nachhaltige Abschreibungsquote ist dabei so parametrisiert, dass sich unter Berücksichtigung der zugrunde gelegten Investitionsausgaben ein langfristiges Wachstum des Anlagevermögens in Höhe von 1,25 % ergibt.
305. Auf dieser Basis ergeben sich nachhaltige Abschreibungen von € 315,5 Mio. und ein nachhaltiges EBIT von € 366,3 Mio.
306. Das nachhaltige Finanzergebnis hat der Bewertungsgutachter durch Fortentwicklung der verzinslichen Vermögensgegenstände und Schulden aus dem letzten Planjahr abgeleitet. Die Habenverzinsung hat er dabei in Höhe von 2,5 % angesetzt. Die Sollverzinsung hat der Bewertungsgutachter für die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten auf Basis der Forward Rates für Unternehmen derselben Bonitätsklasse wie HHLA<sup>215</sup> und für die übrigen Bestandteile der verzinslichen Verbindlichkeiten auf Basis des letzten Planjahrs abgeleitet. Auf dieser Grundlage entwickelt sich das Finanzergebnis bis zum Beginn der ewigen Rente auf € –63,9 Mio.
307. Bei der Überleitung der Ertragsteuern ist der Bewertungsgutachter von der effektiven Steuerquote im letzten Planjahr (Geschäftsjahr 2030) von 28,6 % ausgegangen. Da die gesetzliche Änderung zur sukzessiven Minderung des Körperschaftsteuertarifs weitere zwei Jahre umfasst<sup>216</sup> ergibt sich eine nachhaltige

<sup>214</sup> Capital Expenditure (Investitionsausgaben); hier ausschließlich für Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände, aber ohne aktivierte Nutzungsrechte nach IFRS 16 verwendet.

<sup>215</sup> Er hat das langfristige Rating von HHLA (BBB) indikativ mit einem von Rating-Anbietern verwendeten Modell abgeleitet.

<sup>216</sup> Vgl. Tz. 287 dieses Berichts.

Steuerquote von 26,5 %. Auf dieser Grundlage ergibt sich ein nachhaltiger Steueraufwand von € 80,1 Mio. und ein nachhaltiger Jahresüberschuss von € 230,9 Mio.

308. Bei der Fortschreibung der Bilanz hat der Bewertungsgutachter die Bilanzposten Vorräte sowie Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen mit den Reichweitenkennziffern des letzten Planjahres (Geschäftsjahr 2030) fortentwickelt. Auch die sonstigen Vermögenswerte und sonstigen Verbindlichkeiten werden proportional zu den Umsatzerlösen fortgeschrieben. Die operative Mindestliquidität hat der Bewertungsgutachter in Höhe von 7,75 % der jährlichen Umsatzerlöse angesetzt. Das Eigenkapital wird unter Berücksichtigung der Jahresergebnisse und einer Ausschüttungsquote von 50,0 % fortgeschrieben.
309. Die Kapitalstruktur des letzten Planjahres ist aufgrund der Vorgaben des IDW S 1 für die Konvergenz- und Fortführungsphase beizubehalten. Zum Ende der Konvergenzphase ergeben sich verzinsliche Verbindlichkeiten in Höhe von € 1.837,4 Mio. Die Investitionen in das Anlagevermögen und das Nettoumlaufvermögen sowie die Ausschüttungen werden weitgehend durch die unterstellte Kapitalerhöhung von € 450,0 Mio.<sup>217</sup> sowie durch die generierten Cashflows finanziert.

Es liegen keine Anhaltspunkte dafür vor, dass die Überführung der Unternehmensplanung in einen nachhaltigen eingeschwungenen Zustand nicht vollständig durch unternehmensinterne Cashflows finanziert werden kann. Zudem liegt das Verhältnis der verzinslichen Verbindlichkeiten zum EBITDA am Ende der Planungsperiode in der Mitte der Bandbreite der Vergleichsunternehmen.

Vor diesem Hintergrund hat der Bewertungsgutachter die Planung der verzinslichen Verbindlichkeiten in der Konvergenzphase grundsätzlich auf konstantem Niveau fortgeführt. Im letzten Jahr der Konvergenzphase (Geschäftsjahr 2034) sowie in der Fortführungsphase werden sie mit der langfristigen Wachstumsrate (1,25 %) fortgeschrieben.

310. Vor dem Hintergrund der erhaltenen Erläuterungen und unseres Verständnisses des Geschäftsmodells halten wir die Annahmen des Bewertungsgutachters zur Überleitung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz des letzten Planjahres (Geschäftsjahr 2030) über eine Konvergenzphase (Geschäftsjahre 2031 bis 2034) auf das nachhaltige Niveau (Geschäftsjahre ab 2035) für gut begründet und plausibel. Die zugehörigen Berechnungen konnten wir ohne Beanstandungen nachvollziehen.

#### **Prüfungsergebnis**

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

<sup>217</sup> Vgl. Tz. 290 dieses Berichts.

## 5. Nettoeinnahmen nach persönlichen Ertragsteuern

311. Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von einem Ausschüttungsverhalten auszugehen, das in Einklang mit dem Unternehmenskonzept steht und zudem eventuelle rechtliche Restriktionen beachtet.
312. Die HHLA AG verfolgt grundsätzlich die Dividendenpolitik, nach Möglichkeit zwischen 50 % und 70 % des relevanten Jahresüberschusses des Teilkonzerns Hafenlogistik an ihre Aktionäre auszuschütten. In den vergangenen Jahren hat die HHLA AG Ausschüttungen in dieser Größenordnung vorgenommen, wobei für das Geschäftsjahr 2024 infolge eines Gegenantrags der PoH nur 31 % des Jahresüberschusses nach Anteilen Dritter als Dividende gezahlt wurden und für das Geschäftsjahr 2025 aufgrund der Belastung des Jahresüberschusses durch steuerliche Effekte vorgeschlagen wird, keine Dividende auszuschütten.
313. Der Bewertungsgutachter hat in seinem Modell grundsätzlich eine Ausschüttungsquote von 50 % hinterlegt. In dem Modell ist ebenfalls hinterlegt, dass die Aufnahme von weiteren Bankverbindlichkeiten vermieden werden sollte. Auf Grundlage der integrierten Finanzbedarfsrechnung ergeben sich ausschüttungsfähige Überschüsse, die sich in einer Größenordnung von rund 50 % der Jahresüberschüsse bewegen.
314. Für die Fortführungsphase wird angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Der Bewertungsgutachter hat für die Fortführungsphase ebenfalls eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt.
315. Wir haben die Höhe der Ausschüttungsquote mit dem Ausschüttungsverhalten der Unternehmen der Peer Group sowie der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der in Deutschland börsennotierten Unternehmen verglichen. Das Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen war in der Vergangenheit uneinheitlich. Die Ausschüttungsquote lag im Durchschnitt – nach Eliminierung der extremen Ausreißer – bei rund 50 %. Die Marktausschüttungsquote liegt ebenso bei rund 50 %.
316. Im Rahmen des Abzugs von persönlichen Steuern der Anteilseigner sind die Dividenden um die nominelle Steuerbelastung (26,375 %) zu mindern. Beim Abzug der persönlichen Steuern auf Thesaurierungen ist der Bewertungsgutachter der Empfehlung des FAUB gefolgt und hat eine effektive Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes angesetzt (13,1875 %).
317. Bei der Ermittlung der über Thesaurierungen den Aktionären fiktiv zugerechneten Beträge hat der Bewertungsgutachter – neben den Besteuerungsfolgen auf Ebene der Aktionäre – außerdem berücksichtigt, dass das in der Fortführungsphase angesetzte Wachstum der Unternehmensergebnisse – bei im eingeschwungenen Zustand stabilen Bilanzrelationen – mit einem entsprechenden Wachstum der Bilanz einhergeht.
318. Zur Finanzierung dieses inflationsbedingten Wachstums hat der Bewertungsgutachter daher den Teilbetrag der Thesaurierung, der erforderlich ist, um das Wachstum der Bilanz zu finanzieren, nicht in den

Wertbeitrag aus Thesaurierungen einbezogen. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass auch inflationsbedingte Kursgewinne einer Besteuerung unterliegen. Dementsprechend hat der Bewertungsgutachter nicht nur die thesaurierungsbedingten Kursgewinne, sondern zusätzlich auch die inflationsbedingten Wertsteigerungen mit persönlichen Steuern in Höhe der effektiven, hälftigen Belastung, angesetzt.

319. Wir halten das für die Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA gewählte Vorgehen auch im Hinblick auf das Ausschüttungsverhalten und die damit verbundene Besteuerung aus den dargelegten Gründen für sachgerecht und angemessen.

#### Prüfungsergebnis

Die Nettoeinnahmen für die Aktionäre der A-Sparte der HHLA AG sind in sachgerechter Weise unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern abgeleitet.

### III. Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung der A-Sparte

#### 1. Basiszinssatz

320. Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes ist zu berücksichtigen, dass die Investition in das zu bewertende Unternehmen mit einer laufzeitäquivalenten risikolosen Alternativanlage zu vergleichen ist. Soweit ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Laufzeit bewertet wird, müsste als Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag gültige Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten risikolosen Kapitalmarktanlage herangezogen werden.
321. Anlagen ohne Risiko existieren nicht. Im Hinblick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen Anleihen der öffentlichen Hand mit erstklassigem Rating regelmäßig die Forderung der Risikofreiheit, da sie grundsätzlich nicht insolvent werden können. Dies gilt insbesondere für deutsche Staatsanleihen. Zudem stellt die Begrenzung auf inländische Anleihen im Allgemeinen eine sachgerechte Typisierung dar, vor allem dann, wenn auf die Alternativanlage inländischer Investoren abgestellt wird.<sup>218</sup>
322. Mit den Renditen börsennotierter deutscher Staatsanleihen existiert eine breite Datenbasis zur Ableitung von Basiszinssätzen aus Marktdaten. Da Staatsanleihen jedoch in der Regel sogenannte Kupon-Anleihen sind, die durch einen jährlich fixen endlichen Zahlungsstrom geprägt sind, Zahlungsströme aus Unternehmen hingegen schwankend und zeitlich nicht begrenzt sind, können solche Anleiherenditen für Unternehmensbewertungen nicht unmittelbar verwendet werden. Benötigt werden vielmehr laufzeitspezifische Zinssätze für einzelne Zahlungen, sogenannte Null-Kupon-Anleihen oder Zerobonds. Solche Zerobond-Renditen sind am Kapitalmarkt nur vereinzelt direkt zu beobachten, sie lassen sich jedoch rechnerisch aus den beobachtbaren Kupon-Renditen ableiten.<sup>219</sup>
323. Allerdings haben deutsche Bundesanleihen bis dato eine Laufzeit von maximal 30 Jahren. Explizite Prognosen für die Rendite deutscher Bundesanleihen über eine Laufzeit von 30 Jahren hinaus liegen ebenso

<sup>218</sup> Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 375.

<sup>219</sup> Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 377.

wenig vor. Demzufolge ist für die über 30 Jahre hinausgehenden risikolosen Renditen eine Annahme zu treffen.<sup>220</sup>

324. Vor diesem Hintergrund empfiehlt der IDW S 1, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven abzuleiten.<sup>221</sup> Diese Empfehlung hatte der FAUB durch die in den IDW-FN erschienenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf Grundlage von Marktdaten anhand von Zinsstrukturkurven im Jahr 2005 erstmals konkretisiert und später modifiziert.<sup>222</sup>
325. Zinsstrukturkurven können auf verschiedene Weise abgeleitet bzw. geschätzt werden. Nach den Empfehlungen des FAUB soll aus Objektivierungsgründen einheitlich auf die Datenbasis der Deutschen Bundesbank oder auf die methodisch vergleichbaren Daten der EZB zurückgegriffen werden.
326. Die Zinsstrukturkurve wird von der Deutschen Bundesbank seit 1997 mit Hilfe der sogenannten Svensson-Methode auf börsentäglicher Basis geschätzt. Es handelt sich dabei um die direkte Schätzung der Zinssätze von Null-Kupon-Anleihen auf Basis beobachteter Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen mit Restlaufzeiten von bis zu 30 Jahren. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zinssätze von Null-Kupon-Anleihen kann nach Ansicht des FAUB – vor dem Hintergrund der in die von der Deutschen Bundesbank entwickelten Exponentialfunktion einbezogenen Restlaufzeiten sowie aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten – im Regelfall der ermittelte Zinssatz von Null-Kupon-Anleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden.
327. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve sind die zu diskontierenden Nettoeinnahmen grundsätzlich für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz abzuzinsen. Aus Praktikabilitätsgründen wird üblicherweise aus der Zinsstrukturkurve ein einheitlicher Basiszinssatz für den gesamten Zeitraum berechnet. Dabei wird – in Abhängigkeit von der Länge des Planungszeitraums und der angesetzten Wachstumsrate für die sich daran anschließende Phase der ewigen Rente – finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Zinssatz aus der Zinsstrukturkurve berechnet.
328. Die Ableitung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes wurde in der Praxis oftmals auf der Grundlage einer Zahlungsreihe berechnet, in der die konkreten Zuflüsse an die Anteilseigner im jeweiligen Bewertungsfall berücksichtigt worden sind. Vereinfachend wurde die Berechnung oftmals auch auf der Grundlage einer uniform wachsenden Zahlungsreihe berechnet. In der Niedrigzinsphase konnte diese Vorgehensweise zu Inkonsistenzen führen.
329. Vor diesem Hintergrund hat der FAUB auf seiner Sitzung vom 10. Februar 2022 beschlossen, die in seiner Verlautbarung „Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i.d.F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i.d.F. 2008)“ gegebenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes zu überarbeiten.
330. In der aktuellen Fassung dieser Verlautbarung wird darauf hingewiesen, dass sich aus einer uniformen Reihe sicherer Zahlungsströme, also einer Reihe, in der die Zahlungsströme in jedem Jahr in gleicher Höhe

<sup>220</sup> Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 377.

<sup>221</sup> IDW S 1, Rz. 116.

<sup>222</sup> IDW-FN 2005, S. 555 f., IDW-FN 2008, S. 490 f. und IDW-FN 2013, S. 363 ff.

anfallen, finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz ableiten lässt. Dementsprechend hat der FAUB auch das in der Anlage zu dieser Verlautbarung enthaltene Beispiel angepasst und nunmehr eine uniforme Zahlungsreihe verwendet.<sup>223</sup>

331. Der FAUB schlägt weiter vor, zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler insbesondere bei den für Unternehmensbewertungen typischerweise relevanten langfristigen Renditen nicht allein die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobond-Renditen zu verwenden, sondern auf Durchschnittsgrößen abzustellen. Diese periodenspezifische Durchschnittsbildung soll aus den in den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten beobachteten Renditen abgeleitet werden.<sup>224</sup> Dabei ist in der Bewertungspraxis eine Auf- wie Abrundung des Basiszinssatzes regelmäßig auf Viertel-Prozentpunkte<sup>225</sup> üblich und in der Rechtsprechung anerkannt.<sup>226</sup>
332. Der FAUB hatte am 19. September 2012 aktualisierte Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf der Grundlage des CAPM/Tax-CAPM verabschiedet. Im Kontext dieser Empfehlungen hat er zudem beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes weiterhin regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlungen entsprechend zu aktualisieren.<sup>227</sup> In späteren Sitzungen hat er stets an der dargestellten Vorgehensweise festgehalten.
333. In der Rechtsprechung wird die Bestimmung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sach- und interessengerecht angesehen, da durch das Abstellen auf die hypothetischen Zerobond-Zinssätze einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen wird.<sup>228</sup>
334. In der Literatur werden die Vorschläge des FAUB, zur Komplexitätsreduktion bzw. zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler auf Durchschnittsgrößen abzustellen und das Ergebnis zu runden, vereinzelt kritisiert.
335. Hinsichtlich der Rundung des Basiszinssatzes ist darauf hinzuweisen, dass ein mit mehreren Nachkommastellen angesetzt Basiszinssatz angesichts der Unsicherheiten, die mit der Prognose zukünftiger Ergebnisse verbunden sind, und der üblicherweise ebenfalls gerundeten Marktrisikoprämie eine Genauigkeit vortäuscht, die bei Unternehmensbewertungen nicht erzielbar ist.
336. Im Übrigen hat sich der FAUB mit den geäußerten Kritikpunkten auseinandergesetzt und in einer jüngeren Veröffentlichung im Einzelnen dargestellt, warum er die bis dahin gegebenen Empfehlungen weiterhin für zielführend hält.<sup>229</sup>
337. Der Bewertungsgutachter ist den Empfehlungen des FAUB gefolgt und hat im vorliegenden Fall einen – auf Viertel Prozentpunkte gerundeten – einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 3,50 % ermittelt und angesetzt. Dieser Zinssatz beruht auf einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Drei-Monats-Zeitraum vor

<sup>223</sup> Vgl. IDW Life 2022, S. 321 ff.

<sup>224</sup> Zustimmend zur Durchschnittsbildung für viele z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016 („MHM Mode Holding“), I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff.

<sup>225</sup> Bei Zinssätzen von 1,0 % und höher. Für Zinssätze, die geringer als 1,0 % sind, wird empfohlen, auf Zehntel Prozentpunkte zu runden.

<sup>226</sup> Vgl. z.B. OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014 („Kaufhalle“), 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

<sup>227</sup> Vgl. FAUB, IDW-FN 2012 S. 568.

<sup>228</sup> Vgl. z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 („Grohe“), I-26 W 9/14, AG 2016, S. 331 ff.

<sup>229</sup> Vgl. FAUB, WPg 2023, S. 134 ff.

Zeichnung der Gutachtlichen Stellungnahme. Der Basiszinssatz wird – ebenso wie alle übrigen Bewertungsparameter – am Bewertungsstichtag (11. Juni 2026) zu aktualisieren sein.

338. Wir haben die Berechnungen des Bewertungsgutachters zur Bestimmung des festgelegten Basiszinssatzes ohne Beanstandungen verifizieren können.
339. Der angesetzte Basiszinssatz vor persönlichen Steuern (3,50 %) lässt sich durch Ansatz der Abgeltungssteuer auf Zinserträge (insgesamt 26,375 %) in einen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern in Höhe von 2,58 % umrechnen.

#### **Prüfungsergebnis**

Wir halten den für die Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA angesetzten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,58 % zusammenfassend für begründet und angemessen.

## 2. Risikozuschlag

### a) Erfassung des Risikos

340. Aus Sicht des Investors birgt die Anlage in ein Unternehmen höhere Risiken als der Erwerb von Gläubigerpapieren der öffentlichen Hand. Zur Herstellung der Risikoäquivalenz zwischen den Entscheidungsalternativen kann die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse grundsätzlich als Abschlag vom Betrag der finanziellen Überschüsse oder als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz in die Bewertung eingehen.
341. Die national wie international gängige Risikozuschlagsmethode hat den Vorteil, dass sie sich auf empirisch beobachtbares Verhalten stützen kann. Unabhängig davon, welche Form und Ausprägung eine Risikonutzenfunktion theoretisch annimmt, kann mit der Risikozuschlagsmethode eine marktorientierte Vorgehensweise bei der Bemessung der Risikoprämien abgebildet werden. Die Risikozuschlagsmethode entspricht dem IDW S 1 und der in der Bewertungspraxis üblichen Vorgehensweise.
342. Bei der Bemessung des Risikozuschlags ist grundsätzlich auf die Risikopräferenz des Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Aktionären ist es allerdings nicht möglich, deren individuelle Risikoneigung zu erheben. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte üblich, für die Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktpreisbildungsmodelle zurückzugreifen und den Risikozuschlag unmittelbar vom Kapitalmarkt abzuleiten. Durch diese Annahme wird es möglich, die Risikoeinschätzung einer Vielzahl von Aktionären, die sich über Angebot und Nachfrage im Börsenkurs niederschlägt, im Bewertungsmodell abzubilden.
343. Da sich das zu bewertende Unternehmen hinsichtlich seiner spezifischen Risikostruktur von den übrigen Unternehmen, für die Renditen am Markt beobachtet und Risikoprämien aus ihnen abgeleitet werden können, unterscheidet, müssen entsprechende Anpassungen am Risikozuschlag vorgenommen werden. Dabei soll der unternehmensspezifische Risikozuschlag sowohl das operative Risiko aus der Art der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Kapitalstrukturrisiko abdecken.

344. Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung anhand kapitalmarkttheoretischer Modelle wird im IDW S 1 explizit auf das CAPM bzw. das Tax-CAPM, welches das Standard-CAPM um die Wirkung persönlicher Ertragsteuern ergänzt, verwiesen.
345. Der Risikozuschlag ermittelt sich nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM aus der Multiplikation des durchschnittlichen Marktpreises für die Risikoübernahme auf dem Kapitalmarkt (Marktrisikoprämie) und dem unternehmensspezifischen Risiko (Betafaktor). Das Marktrisiko ergibt sich als Differenz zwischen der Rendite einer Gruppe von börsennotierten Unternehmen<sup>230</sup> und der Rendite einer quasi-risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Die Messung des unternehmensindividuellen Risikos erfolgt über den Betafaktor, der sich aus der Kovarianz der Renditeschwankung eines Wertpapiers zur Markttrenditeschwankung ergibt. Er beschreibt somit die Sensitivität der Rendite eines Wertpapiers im Verhältnis zur Entwicklung des zugrundeliegenden Marktportfolios. Entspricht im Einzelfall das Risiko des zu bewertenden Unternehmens dem Risiko des herangezogenen Aktienportfolios, stimmt die Rendite des Aktienportfolios mit dem Kapitalisierungszinssatz überein.
346. Die Anwendung des CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags bei Unternehmensbewertungen ist in Literatur und Rechtsprechung nicht unumstritten. In der Rechtsprechung wurde die Anwendung des CAPM vereinzelt unter Hinweis auf die zahlreichen grundsätzlichen Bedenken gegen das Modell abgelehnt. Begründet wurde dies unter anderem damit, dass der Kapitalmarkt aufgrund seiner Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens biete.
347. Mittlerweile stellt das CAPM das sowohl von der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur als auch von der Bewertungspraxis präferierte Berechnungsmodell für die Festlegung des Risikozuschlags dar.<sup>231</sup> Diese Schlussfolgerung wird in der jüngeren Rechtsprechung ebenfalls fast durchgängig gezogen.<sup>232</sup>
348. Das OLG Frankfurt am Main bestätigt des Weiteren, dass das CAPM gegenüber der freien Schätzung des Risikozuschlags bereits aufgrund seiner höheren Transparenz überlegen ist und betont, dass das CAPM derzeit das wichtigste Modell zur Feststellung risikogerechter Kapitalkosten darstelle.<sup>233</sup> Das OLG Düsseldorf hatte das CAPM zuvor bereits als „State of the Art“ bezeichnet und dabei ebenfalls insbesondere auf die Objektivität und Nachprüfbarkeit hingewiesen.<sup>234</sup>

### Prüfungsergebnis

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

<sup>230</sup> In der Regel in einem Börsen-Index zusammengefasst.

<sup>231</sup> Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPG 2004, S. 889 ff.

<sup>232</sup> Vgl. z.B. BayObLG, Beschluss vom 8. August 2025, („ERLUS“), 101 W 116/24, openJur 2025, 16986; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018 („Itelligence“), 26 W 4/16 [AktE], openJur 2019, 11897; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 5. Februar 2016 („Utimaco Safeware“), 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 („Grohe“), I-26 W 9/14, a.a.O.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 23. Juli 2015 („Novasoft“), 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2016 („UCB SP/Schwarz Pharma“), I-26 W 2/15 [AktE], BeckRS 2016, 21367, Rz. 58.

<sup>233</sup> Vgl. OLG Frankfurt Beschluss vom 2. Mai 2011 („Radeberger“), 21 W 3/11, openJur 2012, 34553.

<sup>234</sup> Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009 („Pilkington/Dahlbusch“), I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, S. 2220 ff.

b) Marktrisikoprämie

349. Die Marktrisikoprämie kann unmittelbar zukunftsorientiert oder auf der Grundlage historischer Kapitalmarktanalysen ermittelt werden. Auch wenn die unmittelbar zukunftsorientierte Ermittlung<sup>235</sup> konzeptionell den Vorteil besitzt, auf erwarteten Zahlungen und aktuellen Preisen zu basieren, hat sich diese in der Praxis bislang noch nicht flächendeckend durchgesetzt, ist aber zunehmend verbreitet.<sup>236</sup>
350. In der Bewertungspraxis wurde die Marktrisikoprämie bis 2012 allein oder zumindest deutlich vorrangig auf der Grundlage von Beobachtungen historischer Marktdaten abgeleitet. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur und Rechtsprechung wird zur historischen Ableitung seit Jahren kontrovers diskutiert, welche der zahlreichen vorliegenden Kapitalmarktuntersuchungen zu in der Vergangenheit beobachteten Renditen risikobehafteter Wertpapiere und deren Vergleich mit (quasi) risikofreien Kapitalmarktanlagen<sup>237</sup> geeignet sind, um eine künftig zu erwartende Marktrisikoprämie zu schätzen. Daran schließt sich die – teilweise kontrovers diskutierte – Frage an, wie die aus der Beobachtung über einen Zeitraum der Vergangenheit gewonnenen Erkenntnisse an aktuelle Verhältnisse anzupassen sind.
351. Diskutiert werden vor allem folgende methodische Fragen:
- Zusammensetzung des Marktportfolios risikobehafteter Wertpapiere: Auswahl eines Referenzindex, insbesondere die Frage, ob dieser die nationalen oder globale Verhältnisse widerspiegeln sollte
  - Messung der Vergleichsrendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen
  - Beobachtungszeitraum: Aktualität und statistische Aussagekraft hinsichtlich Anfangs- und Endzeitpunkt sowie Länge des Beobachtungszeitraums
  - Verdichtung der beobachteten Renditedifferenzen auf einen Mittelwert: arithmetische oder geometrische Mittelwertbildung, alternative Verfahren oder Kombinationen verschiedener Verfahren
  - Einfluss persönlicher Steuern der Anteilseigner: Überleitung der beobachteten Vor-Steuer-Renditen auf Nach-Steuer-Renditen einschließlich der Fragen zur Haltedauer von Unternehmensanteilen
  - Fortschreibung der für die Vergangenheit beobachteten Ergebnisse in die Zukunft: Annahme langfristig konstanter Marktrisikoprämien oder langfristig konstanter Gesamtrenditen sowie Anpassungen zur Berücksichtigung von Erwartungen zu künftigen Entwicklungstrends bzw. besonderer Kapitalmarktverhältnisse
352. Nach unserer Auffassung ist nicht zu erwarten, dass diese Fragen in der Wirtschaftswissenschaft oder der Bewertungspraxis in absehbarer Zeit derart überzeugend geklärt werden, dass sämtliche Kontroversen beseitigt sind.
353. Vor diesem Hintergrund und zwecks Vereinheitlichung der Bewertungspraxis gibt der FAUB seit Dezember 2004 Empfehlungen zur Höhe der bei Unternehmensbewertungen anzusetzenden Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern. Die Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie werden – wie auch die des IDW insgesamt – von Wirtschaftsprüfern in der Bewertungspraxis für unterschiedliche Bewertungsanlässe und von den durch sie geprüften Unternehmen in der Rechnungslegung regelmäßig beachtet. Auch weil die Interessenlage von Mehrheitsaktionären bei Fragen der Rechnungslegung tendenziell eine andere ist als bei Fragen der Kompensation von ausscheidenden Minderheitsaktionären, ist

<sup>235</sup> Z.B. durch Befragung von Experten oder durch Modelle zur Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten.

<sup>236</sup> Vgl. Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, § 6 Rz. 45 ff.

<sup>237</sup> Für einen umfassenden Überblick zu empirischen Daten zur Marktrisikoprämie in Deutschland und weltweit vgl. z.B. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage, Herne 2018, S. 557 ff.

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

354. 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.<sup>238</sup>
355. Die im Zeitablauf<sup>239</sup> vom FAUB ausgesprochenen Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie (vor und nach persönlichen Steuern) lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Marktrisikoprämie Empfehlung der FAUB	Datum der Empfehlung	Vor persönlichen Steuern		Nach persönlichen Steuern	
		Bandbreite	Mittelwert	Bandbreite	Mittelwert
Halbeinkünfteverfahren	10.12.2004	4,00%	5,00%	4,50%	5,50%
Abgeltungssteuer	29.11.2007	4,50%	5,50%	5,00%	4,50%
Niedrigzinsumfeld	19.09.2012	5,50%	7,00%	6,25%	5,50%
Nullzinsumfeld	22.10.2019	6,00%	8,00%	7,00%	5,75%
Normalzinsumfeld	22.09.2025	5,25%	6,75%	6,00%	5,13%

Quellen: Institut der Wirtschaftsprüfer, Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB, 22.09.2025.

Tabelle 4 Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie

356. Der FAUB hat am 19. September 2012 beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlung entsprechend zu aktualisieren. Er überprüft seither auf jeder Sitzung mit einem pluralistischen Ansatz,<sup>240</sup> ob sich die Situation an den Kapitalmärkten zwischenzeitlich geändert hat.
357. Die Überprüfung hat zuletzt am 22. September 2025 zu einer Aktualisierung der Empfehlung geführt. In Anbetracht des seit dem Jahr 2022 gestiegenen Basiszinssatzes bei gleichzeitiger Normalisierung der Zinsstrukturkurve sowie rückläufiger impliziter Aktienrenditen hat der FAUB die Bandbreitenempfehlung zur Höhe der Marktrisikoprämie nach unten angepasst. Damit trägt er dem Umstand Rechnung, dass sich die Kapitalmarkterwartungen im Vergleich zum vorangegangenen Nullzinsumfeld strukturell verändert haben.
358. Im Bewertungsgutachten sind verschiedene Analysen zu den historisch beobachtbaren und impliziten Marktrenditen über einen längeren Betrachtungszeitraum enthalten. Nach Abzug des Basiszinssatzes ergebe sich auf der Grundlage der historisch beobachteten Marktrenditen eine Bandbreite von rund 5,5 % bis 7,0 % für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern. Die auf der Grundlage impliziter Marktrenditen ermittelte Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern liege zwischen rund 4,5 % und 5,5 %.

Angesichts der anhaltenden geopolitischen Spannungen, insbesondere in der Ukraine und im Nahen Osten, der erhöhten Volatilität der Aktienmärkte nach dem sogenannten Liberation Day sowie der Unsicherheiten bezüglich internationaler Handelskonflikte und Zollpolitik erscheine eine Orientierung an dem

<sup>238</sup> Vgl. z.B. BayObLG, Beschluss vom 8. August 2025, („ERLUS“), 101 W 116/24, a.a.O., OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 („Aton Engineering/Rücker“), 21 W 75/15, juris Rz. 108, und im Ergebnis z.B. auch OLG Düsseldorf („Harpen“), Beschluss vom 6. April 2017, I-26 W 10/15, ZIP 2017, S. 1157 ff.

<sup>239</sup> Unter Vernachlässigung der Empfehlungen, die jeweils für eine Übergangsphase gegeben worden sind.

<sup>240</sup> Ex-post-Analysen historischer Realrenditen sowie ex-post aus durchschnittlichen realen Aktienrenditen ermittelte Marktrisikoprämien, Ex-ante-Analyse impliziter Kapitalkosten sowie CAPM ohne risikofreie Kreditaufnahme.

langfristigen historischen Durchschnitt der Marktrisikoprämie als Schätzer für den langfristigen Risikozuschlag des Marktportfolios angemessen.

359. Auf Grundlage seiner Kapitalmarktuntersuchungen kommt der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis, dass eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in Höhe von 6,0 % und eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,125 % als angemessen anzusehen sei. Dies korrespondiere mit der aktuellen Empfehlung des FAUB. In der Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen sei es zudem verbreitet, den Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite zu verwenden. Er habe deshalb eine Marktrisikoprämie in Höhe von 6,0 % vor persönlichen Steuern und von 5,125 % nach persönlichen Steuern für die Wertableitungen angewendet.
360. Wir haben die Überlegungen des FAUB und die Ausführungen des Bewertungsgutachters einer kritischen Würdigung unterzogen. In diesem Zusammenhang haben wir auch die in der jüngeren Vergangenheit geäußerten Gegenmeinungen zu den vom FAUB angeführten Beobachtungen und Schlussfolgerungen gewürdigt. Im Ergebnis halten wir es für sachgerecht, den Empfehlungen des FAUB zu folgen.
361. Diese Empfehlungen sind bewusst als Bandbreiten formuliert, um nicht bereits bei einer geringfügigen Änderung der Kapitalmarktverhältnisse eine neue Empfehlung aussprechen zu müssen. Vielmehr kann der Spielraum genutzt werden, den die Bandbreite ermöglicht.
362. Der Bewertungsgutachter hat den sich aus der Bandbreite ergebenden Spielraum nicht genutzt. Nach seiner Auffassung wäre der Ansatz einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von weniger als 6,0 % nicht sachgerecht. Er hat mit 6,0 % für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern einen Wert angesetzt, der in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite liegt. Auch für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hat er die Mitte der Bandbreite (5,0125 %) gewählt.
363. Bei einem Basiszinssatz von 3,5 % vor persönlichen Steuern ergibt sich bei einer Marktrisikoprämie von 6,0 % eine Markttrendite vor persönlichen Steuern von 9,5 %. Diese Rendite liegt am oberen Rand der von ihm zur Begründung angeführten Untersuchungen. Angesichts der von ihm angeführten Umstände, nach denen die Risikolage derzeit als überdurchschnittlich anzusehen ist, halten wir dies für nachvollziehbar.
364. Bei einer Ausschüttungsquote von 50 % entspricht eine Markttrendite vor persönlichen Steuern in Höhe von 9,5 % einer Markttrendite nach persönlichen Steuern in Höhe von 7,62 %. Bei einem Basiszinssatz in Höhe von 3,5 % vor persönlichen Steuern, was einem Wert von 2,58 % nach persönlichen Steuern entspricht, entspricht die verwendete Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (6,0 %) einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern, die geringfügig unter 5,125 % liegt.

Somit wäre es auch vertretbar gewesen, für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern nicht einen Wert in der Mitte der von FAUB empfohlenen Bandbreite zu verwenden. Gleichwohl halten wir die Höhe der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern für vertretbar.

365. Der Bewertungsgutachter hat zusätzlich und höchstvorsorglich eine Sensitivitätsanalyse mit einer Markt-  
risikoprämie vor persönlichen Steuern in Höhe von 5,25 % bzw. 4,5 % nach persönlichen Steuern durch-  
geführt, auch wenn er den Ansatz einer niedrigeren Markt-  
risikoprämie zum aktuellen Zeitpunkt nicht für  
sachgerecht hält. Das halten wir – auch vor dem Hintergrund der derzeit niedrigen impliziten Markt-  
risikoprämie – für sinnvoll.

#### Prüfungsergebnis

Aus den dargelegten Gründen halten wir den für die Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von  
HHLA gewählten Ansatz einer Markt-  
risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,125 % für  
vertretbar.

#### c) Betafaktor

##### ca) Methodische und praktische Anwendungsfragen

366. Die für ein Gesamtmarktportfolio geschätzte Risikoprämie (Markt-  
risikoprämie) ist im Hinblick auf die spe-  
zielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Das Verhältnis zwischen dem allge-  
meinen Markt-  
risiko und dem individuellen, unternehmens- und branchenspezifischen Risiko wird durch  
den sogenannten Betafaktor ausgedrückt.
367. Die aus Kapitalmarktdaten abgeleiteten Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch  
die Finanzierungsrisiken eines Bewertungsobjekts. Gängige Praxis ist es, zunächst einen unverschuldeten  
Betafaktor zu ermitteln, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens abbildet. Der Ein-  
fluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann über das  
sogenannte Relevering berücksichtigt.
368. Bei der konkreten Ermittlung eines Betafaktors stellen sich eine Vielzahl von methodischen bzw. prakti-  
schen Anwendungsfragen. In der Bewertungspraxis haben sich zu einigen dieser Fragen Standards durch-  
gesetzt, bei denen sich die verbleibende Auswahl auf wenige sinnvolle Vorgehensweisen, im Idealfall auf  
eine präferierte Vorgehensweise, verdichtet. Gleichwohl lässt sich keine verbindliche Standardvorge-  
hensweise definieren, da die Anzahl der Freiheitsgrade trotz dieser Standards groß bleibt.
369. Auch wenn nach diesem Zwischenergebnis Raum für Ermessensspielräume bleibt, ist dies nach unserer  
Auffassung zu begrüßen. So erhält der Bewertungsgutachter die Möglichkeit, die Vorgehensweise zur  
Ermittlung des Betafaktors nach sachgerechtem Ermessen zu variieren und damit an den konkreten Be-  
wertungsfall anzupassen, so dass dem Äquivalenzprinzip adäquat Rechnung getragen wird. Die bestehen-  
den Freiheitsgrade dürfen hingegen nicht einseitig ausgeübt werden. Demzufolge sind die Auswirkungen  
bei der Auswahl einzelner Parameter zu hinterfragen bzw. die Anwendung unterschiedlicher Kombinati-  
onen zu berechnen, um sich einen Überblick über die Bandbreite denkbarer Ergebnisse zu verschaffen.  
Zudem empfiehlt es sich, die – letztlich gewählte – Vorgehensweise hinreichend genau zu beschreiben  
und zu begründen.

370. Die wesentlichen methodischen bzw. praktischen Anwendungsfragen und denkbare bzw. übliche Lösungen lassen sich wie folgt zusammenfassen:
- Fundamentale, zukunftsorientierte oder vergangenheitsorientierte Ableitung
  - Referenzindex national, überregional oder global als Performance- oder Kursindex
  - Beobachtungszeitraum fünf Jahre, drei Jahre, zwei Jahre oder ein Jahr oder eine Kombination mehrerer Jahresscheiben
  - Renditeintervall monatlich, wöchentlich oder täglich
  - Verzerrungsfreie Aktienkursbildung, gemessen an der Liquidität der Aktie
  - Filterung anhand statistischer Kriterien wie Bestimmtheitsmaß und t-Test
  - Prognose künftiger Betafaktoren durch Fortschreibung historisch beobachtbarer Betafaktoren oder Anpassung durch pauschalierte Anpassungsverfahren oder freie gutachtliche Anpassung
  - Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos (Unlevering/Relevering) für eine autonome oder wertorientierte Finanzierungspolitik (Risiko des Tax Shields) und ausfallbedrohte oder nicht ausfallbedrohte Forderungen der Fremdkapitalgeber (Debt Beta)
  - Bestandteile und Marktwert der Netto-Finanzverbindlichkeiten beim Unlevering/Relevering
  - Betafaktor des Bewertungsobjekts oder einer Peer Group
  - Qualitative und quantitative Kriterien zur Auswahl möglicher Vergleichsunternehmen und Verdichtung in einer Peer Group
371. In der Bewertungspraxis dominiert die Ableitung von Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten. Diese Vorgehensweise wird auch in der Literatur als sachgerecht angesehen<sup>241</sup> und in der Rechtsprechung nicht beanstandet.
372. Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren demzufolge vergangenheitsorientiert erhoben.
373. Da ein umfassendes, perfektes Marktportfolio aus sämtlichen weltweit existierenden risikobehafteten, mit ihren Marktwerten gewichteten Vermögenswerten nicht existiert bzw. nicht konstruierbar ist, verwendet die Bewertungspraxis nationale oder internationale Aktienindizes als Näherung des idealen Marktportfolios. Eine generelle Aussage über die Wahl des geeigneten Referenzindexes lässt sich nicht treffen.<sup>242</sup> Der verwendete Index sollte aber ein Performance-Index sein.<sup>243</sup>
374. Der Bewertungsgutachter hat seine Analysen auf der Grundlage marktbreiter lokaler Performance-Indizes unter Verwendung der jeweiligen lokalen Währung vorgenommen.<sup>244</sup> Wir haben auch Berechnungen anhand des weltweiten Indexes „MSCI World“ durchgeführt, um den angesetzten Betafaktor anhand einer breiteren Datenbasis beurteilen zu können.
375. Die gängigsten Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle sind fünf Jahre/monatlich, zwei Jahre/wöchentlich und ein Jahr/täglich.<sup>245</sup> Mit diesen Kombinationen wird eine ausreichende Anzahl von Datenpunkten erhoben, um zu statistisch signifikanten Aussagen gelangen zu können. Gegen eine tägliche Mes-

<sup>241</sup> Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 134.

<sup>242</sup> Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 149 ff.

<sup>243</sup> Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 156, 242 f.

<sup>244</sup> Die Ergebnisse der zur Plausibilisierung vorgenommenen zusätzlichen Berechnungen unter Verwendung eines globalen Indexes werden in der Gutachtlichen Stellungnahme nicht dargestellt.

<sup>245</sup> Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 158.

sung von Renditen ist allerdings einzuwenden, dass diese Messungen tendenziell ungünstigere empirische Eigenschaften aufweisen und die sich auf ihrer Grundlage ergebenden Betafaktoren stärker schwanken als bei der Messung in längerfristigen Intervallen.<sup>246</sup>

376. Dementsprechend sind nach unseren Beobachtungen die Kombinationen fünf Jahre/monatlich und zwei Jahre/wöchentlich die in der Bewertungspraxis mit Abstand am häufigsten erhobenen Beobachtungszeiträume/Renditeintervalle.
377. Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren für diese beiden Kombinationen erhoben, um eine möglichst breite Perspektive einzunehmen. Er macht sich demzufolge die jeweiligen Vorteile der beiden Methoden zunutze.
378. ValueTrust hat die Aussagekraft der erhobenen Betafaktoren primär anhand von Liquiditätskriterien (Analyse der Datenverfügbarkeit und Bid-Ask-Spread als Indiz für Transaktionskosten) und ergänzend anhand statistischer Signifikanzmesszahlen wie des Bestimmtheitsmaßes und des t-Tests untersucht.
379. In der Bewertungspraxis werden die beobachtbaren Betafaktoren („Raw Beta“) oftmals pauschal unter Verwendung des „Adjusted Beta“ angepasst. Das Adjusted Beta setzt sich zu einem Drittel aus dem Marktportfolio-Beta (definitionsgemäß = 1,0) und zu zwei Dritteln aus dem Raw Beta zusammen. Dieser Vorgehensweise liegt ökonomisch der Gedanke zugrunde, dass sich das systematische Risiko von Unternehmen langfristig dem Marktdurchschnitt annähern dürfte.
380. Die Frage, ob eine Fortschreibung historischer Betas oder eine Anpassung, zum Beispiel unter Verwendung des Adjusted Beta, das künftige Risiko besser abbilden kann, stellt sich vor allem dann, wenn durch die historische Entwicklung ein besonders hohes oder niedriges Risiko angezeigt wird.
381. Im vorliegenden Bewertungsfall sind die gemessenen Betafaktoren als unterdurchschnittlich einzuschätzen. Der Bewertungsgutachter hat eine rechnerische Adjustierung der gemessenen Betafaktoren nicht vorgenommen.<sup>247</sup> Die Frage, ob und in welcher Weise eine Adjustierung vorgenommen werden sollte, ist umstritten. In der Bewertungspraxis wird in der überwiegenden Zahl der Fälle keine Adjustierung vorgenommen.<sup>248</sup> Gegen die Verwendung des Raw Beta ist aus prüferischer Sicht nichts einzuwenden, wenn das Risiko unterdurchschnittlich ist.
382. Bei Bereinigung der verschuldeten („Levered“) Betafaktoren um das Kapitalstrukturrisiko hat der Bewertungsgutachter unsichere „Tax Shields“ und eine wertorientierte („atmende“) Finanzierungspolitik angenommen, was für kapitalmarktorientierte Unternehmen (Peer Group) als plausibel anzunehmen ist.
383. Der Bewertungsgutachter hat das Ausfallrisiko von Forderungen der Fremdkapitalgeber im Rahmen des Unlevering durch Verwendung eines Debt Beta berücksichtigt. Zu diesem Zweck hat er für die Peers, für die keine Ratingeinstufung durch einen Ratinganbieter vergeben ist, in Anlehnung an die für die Branche „Surface Transportation and Logistics“ verwendete Moodys Methodologie synthetische Ratings indikativ abgeleitet. Aus dem Unterschied zwischen dem sich auf dieser Grundlage ergebenden durchschnittlichen Fremdkapitalzinssatz und dem laufzeitkongruenten sicheren Zinssatz ergibt sich ein Credit Spread vor

<sup>246</sup> „Intervalling-Effekt“. Siehe dazu Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 162 ff., und die dort angegebene Literatur.

<sup>247</sup> Vgl. i-advice, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 12. Auflage (2010 bis 2025), Düsseldorf 2026.

<sup>248</sup> Vgl. i-advice, a.a.O.

persönlichen Steuern. Durch Division des Credit Spread mit der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern ergibt sich das Debt Beta für die Fremdkapitalgeber.

384. Im Rahmen des Unlevering hat der Bewertungsgutachter den Marktwert der Finanzverbindlichkeiten mit den Buchwerten der verzinslichen Verbindlichkeiten und der Pensionsrückstellungen approximiert. Dadurch unterstellt er, dass die vorhandene Liquidität der Vergleichsunternehmen in vollem Umfang als betriebsnotwendig anzusehen ist.
385. Die Anpassung an das Kapitalstrukturrisiko von HHLA („Relevering“) hat der Bewertungsgutachter ebenfalls unter Verwendung der Formel für eine wertorientierte Finanzierungspolitik und unter Berücksichtigung des Debt Beta vorgenommen, da die Fremdkapitalkosten den risikolosen Zinssatz übersteigen.

cb) Originärer Betafaktor der A-Sparte von HHLA

386. Die A-Aktie der HHLA AG wird an Börsen gehandelt.<sup>249</sup> Aus den Handelsdaten lässt sich somit rechnerisch ein originärer Betafaktor für den Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA ableiten.
387. Der Bewertungsgutachter hat den Kursverlauf der A-Aktie analysiert und gegen die Entwicklung des marktbreitesten deutschen Indexes regressiert. Im Ergebnis stellt er fest, dass zum Bewertungsstichtag kein für das operative Risiko des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA maßgeblicher eigener Betafaktor bestimmt werden kann.
388. Für den Zeitraum vor der Ankündigung des Übernahmeangebots durch PoH betrage der unverschuldete Eigenbetafaktor – je nach Ermittlungsmethode – zwischen 0,54 und 0,62.
389. Wir halten den Eigenbetafaktor für Beobachtungszeiträume nach Ankündigung des Übernahmeangebots durch PoH ebenfalls nicht für geeignet, das operative Risiko des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA zu beziffern. Demzufolge ist das operative Risiko des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA unter Verwendung einer Peer Group zu bestimmen.
390. Hinsichtlich des Eigenbetafaktors für Beobachtungszeiträume vor Ankündigung des Übernahmeangebots durch PoH ist festzustellen, dass die ermittelten Werte das operative Risiko des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA zum Bewertungsstichtag nicht messen, aber eine gute Approximation sein können.

Da zwischen dem Zeitpunkt der Ankündigung des Übernahmeangebots durch PoH mehr als zwei Jahre vergangen sind, kann sich das Geschäftsmodell von HHLA und auch das Marktumfeld erheblich verändert haben.

Erhebliche Veränderungen können wir aufgrund unserer Prüfung allerdings ausschließen. Der zwischenzeitliche Ausbau des Intermodalgeschäfts kann die Risikolage von HHLA verändert haben. Tendenziell geht mit diesem Ausbau ein höheres Risiko einher. Jedenfalls kann der Eigenbetafaktor für Beobachtungszeiträume vor Ankündigung des Übernahmeangebots durch PoH zur Plausibilisierung der Ergebnisse einer Peer Group-Analyse verwendet werden und Hinweise für die Untergrenze eines angemessenen Betafaktors geben.

<sup>249</sup> Vgl. Tz. 159

391. Die zugehörigen Berechnungen des Bewertungsgutachters konnten wir ohne Beanstandungen verifizieren.

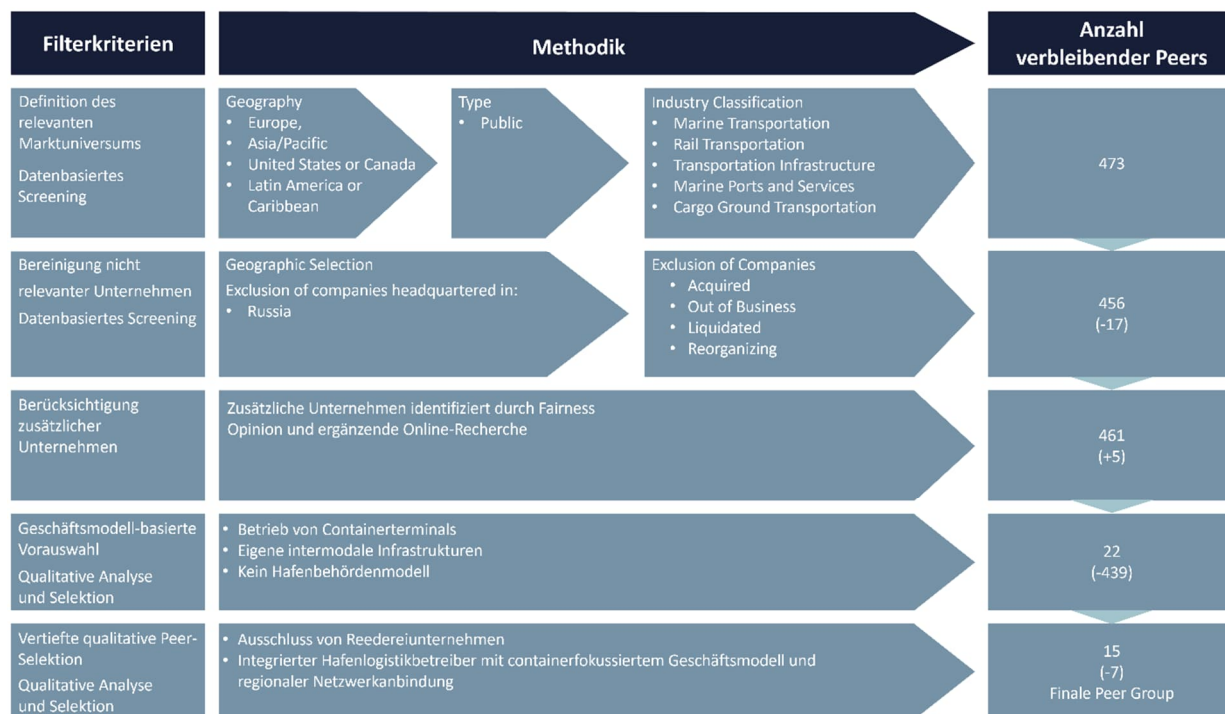
cc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen

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

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

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

395. Der Bewertungsgutachter ist bei der Ableitung der Peer Group mehrstufig vorgegangen. Seine Vorgehensweise ist in der Gutachtlichen Stellungnahme ausführlich dargestellt. Sie lässt sich wie folgt zusammenfassen:



Quelle: Bewertungsgutachter, S&P Global.

Abbildung 21 Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen

396. Die Ausführungen des Bewertungsgutachters machen deutlich, dass die von ihm als Peers gewählten Unternehmen grundsätzlich eine hinreichende Vergleichbarkeit mit dem Geschäftsmodell des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA aufweisen und daher geeignet sind, das operative Risiko des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA abzubilden.
397. Wir halten die gesetzten Auswahlkriterien für sachgerecht. Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Ableitung und stufenweise Eliminierung potenzieller Vergleichsunternehmen durch den Bewertungsgutachter ohne Beanstandungen nachvollziehen.
398. Gleichwohl haben wir anhand eigener Recherchen überprüft, ob weitere geeignete Vergleichsunternehmen existieren. Letztlich haben wir drei weitere Unternehmen identifiziert, welche nach unserer Auffassung grundsätzlich ebenfalls in die Peer Group hätten aufgenommen werden können.
399. Wir haben eine mögliche Aufnahme dieser drei Unternehmen in die Peer Group mit dem Bewertungsgutachter erörtert. Im Ergebnis dieser Diskussionen hat der Bewertungsgutachter eines der von uns identifizierten weiteren potenziellen Vergleichsunternehmen der Peer Group hinzugefügt. Die übrigen beiden hält er für weniger geeignet. Wir haben Berechnungen vorgenommen, mit denen wir überprüft haben, ob sich der Betafaktor für die gesamte Peer Group ändern würde, wenn wir diese beiden Unternehmen in die Berechnungen einbeziehen.

cd) Betafaktor für die Bewertung der HHLA

400. Der Bewertungsgutachter stellt die Ergebnisse seiner Berechnungen des verschuldeten und des unverschuldeten Betafaktors für die Regressionen gegen einen möglichst marktbreiten lokalen Index für die durchgeführten Analysezeiträume für die 15 Unternehmen der Peer Group tabellarisch dar.
401. Auf Grundlage der Datenpunkte zum 10. April 2026 ergeben sich unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,33 bis 1,38 (Einzelwerte). Die Mediane der unverschuldeten Betafaktoren betragen 0,65 (Fünfjahresbetrachtung) bzw. 0,52 (Zweijahresbetrachtung). Das arithmetische Mittel der unverschuldeten Betafaktoren liegt für beide Betrachtungszeiträume bei 0,73.
402. Der Bewertungsgutachter führt an, dass auf dieser Grundlage für die Peer Group ein unverschuldeter Betafaktor von 0,6 bis 0,7 abgeleitet werden könne. Unter Berücksichtigung auch des Eigenbetafaktors vor der Ankündigung der Übernahme durch PoH in Höhe von 0,6 hält er zusammenfassend einen unverschuldeten Betafaktor von 0,6 für die Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA für angemessen.
403. Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Datenerhebungen und Berechnungen des Bewertungsgutachters ohne Beanstandungen nachvollziehen. Zudem halten wir die methodische Vorgehensweise grundsätzlich für sachgerecht.
404. Weder die zu Kontrollzwecken durchgeführte Regression gegen den MSCI World noch eine Erweiterung der Peer Group um die von uns als weitere potenzielle Vergleichsunternehmen identifizierten Unternehmen führt zu wesentlichen Abweichungen zu den Ergebnissen der vom Bewertungsgutachter dargestellten Analysen.

**Prüfungsergebnis**

Unter Würdigung des Geschäftsmodells des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA halten wir den für die Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA gewählten unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,6 für sachgerecht.

3. Wachstumsabschlag

405. Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse von Unternehmen resultiert einerseits aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage im Unternehmen und andererseits organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten.
406. In der Detailplanungs- und der Konvergenzphase sind die Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung bzw. deren Fortführung und somit in den finanziellen Überschüssen enthalten, da deren einzelne Komponenten als nominale Größen geplant sind. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum ist deshalb nicht erforderlich.
407. Auch in der Fortführungsphase werden sich die Posten von Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum lässt sich grundsätzlich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

408. Die in der Fortführungsphase thesaurierten und den Anteilseignern bewertungstechnisch fiktiv unmittelbar zugerechneten Beträge bilden bereits einen wesentlichen Teil des zukünftigen Wachstums des Bewertungsobjekts ab. Die Abbildung dieses thesaurierungsbedingten Wachstums könnte wertäquivalent auch durch eine Diskontierung der dadurch generierten zusätzlichen Ausschüttungen vorgenommen werden.
409. Unter der Voraussetzung, dass der Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA die Kapitalkosten, welche die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur reflektieren, nachhaltig verdient, korrespondieren die zukünftig wachsenden Ausschüttungen direkt mit dem Wertbeitrag aus thesaurierungsbedingten Wertsteigerungen. Somit ist der wesentliche Teil des künftigen, durch Theसारierungen finanzierten operativen Wachstums im Bewertungsmodell bereits durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrags aus Wertsteigerungen berücksichtigt.
410. Darüberhinausgehende Wachstumspotenziale – zum Beispiel temporär begrenzte zusätzliche Wachstumseffekte, die auf zeitlich begrenzt erzielbaren Überrenditen aufgrund besonderer Markt- und Branchenbedingungen oder spezieller Unternehmensmerkmale beruhen, sowie inflationsbedingte Wachstumseffekte – sind bei der dargestellten bewertungssystematischen Vorgehensweise im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.
411. Allerdings unterscheiden sich die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren wie der allgemeinen Preissteigerungsrate, die durch die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex gemessen wird, oder der Preisentwicklung auf Beschaffungsmärkten. So werden unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte durch die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit des Unternehmens zur kontinuierlichen Generierung von Effizienzgewinnen sowie seine eigenen Fähigkeiten zur Durchsetzung von Preiserhöhungen auf dem Absatzmarkt bestimmt.
412. Der Bewertungsgutachter hat für die Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA einen Wachstumsabschlag in Höhe von 1,25 % (vor persönlichen Steuern) angesetzt.
413. In dem angesetzten Wachstumsabschlag ist reflektiert, dass die Wachstumsaussichten im Logistik- und Hafengeschäft trotz strukturell zunehmender Handelsvolumina langfristig durch die konjunkturelle Abhängigkeit des Welthandels, begrenzte Preissetzungsspielräume sowie einen intensiven Wettbewerb zwischen internationalen Hafenstandorten und Logistikdienstleistern eingeschränkt sind. Zwar können Betreiber in Phasen hoher Kapazitätsauslastung oder bei infrastrukturellen Engpässen temporär Preissteigerungen durchsetzen. Gleichzeitig führen jedoch Überkapazitäten, regulatorische Rahmenbedingungen sowie der Wettbewerbsdruck dazu, dass Effizienzgewinne und sinkende Kosten vielfach in Form von Preisanpassungen an die Kunden weitergegeben werden. Vor diesem Hintergrund ist das nachhaltige Ergebniswachstum im Logistik- und Hafengeschäft typischerweise eng an das langfristige Wachstum des Welthandels sowie die allgemeine Preisentwicklung gekoppelt.
414. Wir halten diese Einschätzung für nachvollziehbar. Auf dieser Grundlage reflektiert die angesetzte Wachstumsrate nach unserer Auffassung die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte in angemessener Höhe.

415. Für die relevanten Märkte ergibt sich auf Grundlage der Erwartungen des Internationalen Währungsfonds für das Jahr 2030 eine durchschnittliche (konsumorientierte) Inflationsrate von etwas mehr als 2,0 %. Diese Größe entspricht auch dem langfristigen Inflationsziel der EZB. Nach unserer Einschätzung ist diese Größenordnung auch für noch weiter in der Zukunft liegende Zeiträume ebenfalls als plausibel anzusehen. Empirische Untersuchungen zeigen zudem, dass unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumsraten im Durchschnitt unter der allgemeinen Inflationsrate liegen.
416. Vor dem Hintergrund der vorstehend dargelegten Überlegungen halten wir die für die Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA angesetzte Wachstumsrate in Höhe von 1,25 % (vor persönlichen Steuern) für sachgerecht.
417. Bei Überleitung der Ergebniswachstumsrate (brutto) auf den Wachstumsabschlag (netto) hat der Bewertungsgutachter einen Abzug für persönliche Steuern vorgenommen. Er trägt damit dem Umstand Rechnung, dass die inflationsbedingten Wertsteigerungen bei ihrer Realisierung als Kursgewinne der Besteuerung unterliegen. Ausgehend von der Annahme langer Haltedauern hat er beim Abzug der persönlichen Steuern den hälftigen Nominalsteuersatz<sup>250</sup> angesetzt. Das halten wir ebenfalls für sachgerecht.
418. Zusammenfassend halten wir den im Rahmen der Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,09 % (nach persönlichen Steuern) für sachgerecht.
419. Soweit von Teilen der Literatur angeführt wird, dass das (durchschnittliche) Gewinnwachstum deutscher Unternehmen aufgrund statistischer Auswertungen deutlich höher anzusetzen sei, wird von diesen Quellen zumeist der oben beschriebene Zusammenhang zwischen Thesaurierungen und dadurch bedingten Wertsteigerungen verkannt.
420. Bei einem Vergleich des bei einer Unternehmensbewertung anzusetzenden Wachstumsabschlags mit dem statistisch ermittelten Gewinnwachstum von Unternehmen ist aber zu beachten, dass Unternehmen in der Praxis regelmäßig Thesaurierungen vornehmen, mit denen sie (Erweiterungs-)Investitionen finanzieren. Diese Investitionen erhöhen wiederum die zukünftigen Unternehmensgewinne. Das empirisch gemessene Gewinnwachstum umfasst daher sowohl inflationsbedingte als auch thesaurierungsbedingte Gewinnerhöhungen.
421. Beim Ertragswertverfahren setzen sich die zu diskontierenden Nettoeinnahmen der Anteilseigner nachhaltig aus den Gewinnausschüttungen/Dividenden und dem Wertbeitrag aus Wertsteigerungen zusammen. Da der Wertbeitrag aus Wertsteigerungen das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate der Gewinnausschüttungen/Dividenden im Wesentlichen lediglich inflationsbedingte Werteffekte ab, die mit der unternehmensspezifischen Preissteigerung auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten des zu bewertenden Unternehmens einhergehen.

---

<sup>250</sup> 26,375 % \* 50 % = 13,1875 %.

422. Im vorliegenden Bewertungsfall entspricht der angesetzte Wachstumsabschlag in Höhe von 1,25 % (brutto) bzw. 1,09 % (netto) nach dem von Tschöpel/Wiese/Willershausen<sup>251</sup> beschriebenen Zusammenhang

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

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

einem nachhaltigen Gewinnwachstum des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA in Höhe von rund 5,2 %. Dieser Wert wäre für einen Vergleich mit dem durchschnittlichen Gewinnwachstum deutscher Unternehmen die geeignete Vergleichsgröße.

423. Der beschriebene Einfluss des thesaurierungsbedingten Wachstums wird in einem Beitrag,<sup>252</sup> der gezielt die Ursachen von Gewinnwachstum analysiert, bestätigt. Die Autoren kommen darüber hinaus in diesem Beitrag zu dem Ergebnis, dass das preisinduzierte Wachstum von Unternehmensgewinnen in Deutschland in einer Größenordnung von 0,0 % bis 1,5 % liegt. Damit liegt das erwartete Wachstum von 1,25 % (brutto) innerhalb dieser Bandbreite.
424. Zur Einordnung des angesetzten Wachstumsabschlags ist darüber hinaus anzuführen, dass sich die in der Bewertungspraxis üblicherweise angesetzten und von der Rechtsprechung bestätigten Wachstumsabschläge nach unserer Analyse von Entscheidungen von Obergerichten bis dato in einer Bandbreite von 0,0 % bis 2,5 % bewegen.
425. Nach einer aktuellen Studie<sup>253</sup> zur Analyse von 301 gesellschaftsrechtlich veranlassten Bewertungsgutachten mit Bewertungsstichtagen innerhalb eines Zeitraums von 2010 bis 2025 sank die durchschnittliche Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses in diesem Zeitraum von 1,31 % (2010) auf 0,77 % (2019) und ist bis 2025 wieder auf 1,26 % gestiegen. Der Median der Wachstumsraten ist – weitgehend parallel dazu – von 1,25 % (2010) auf 0,75 % (2016) gesunken und danach wieder auf 1,25 % angestiegen. Die Bandbreite der für Bewertungen im Jahr 2025 angesetzten Wachstumsraten lag zwischen 1,00 % und 2,00 %. Wir halten einen Wachstumsabschlag in der Höhe des Medians für plausibel.

### Prüfungsergebnis

Auf der Grundlage der dargestellten Überlegungen halten wir den für die Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,09 % für sachgerecht.

<sup>251</sup> Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349 ff. und S. 405 ff.

<sup>252</sup> Schieszl/Bachmann/Amann, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Auflage, 2015, 3. Kapitel, Teil G.

<sup>253</sup> Vgl. I-advise, a.a.O.

#### 4. Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz

426. Zusammenfassend ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz wie folgt:

HHLA A-Sparte Ableitung der Kapitalkosten %	Planung					Konvergenz				TV ab
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Persönliche Einkommensteuer	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%
<b>Basiszinssatz nach persönlichen Steuern</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%
Betafaktor (verschuldet)	1,23	1,16	1,16	1,11	1,02	1,05	1,04	1,03	1,02	1,02
<b>Risikozuschlag</b>	<b>6,31%</b>	<b>5,96%</b>	<b>5,96%</b>	<b>5,68%</b>	<b>5,24%</b>	<b>5,38%</b>	<b>5,34%</b>	<b>5,29%</b>	<b>5,23%</b>	<b>5,23%</b>
<b>Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag</b>	<b>8,88%</b>	<b>8,54%</b>	<b>8,53%</b>	<b>8,26%</b>	<b>7,81%</b>	<b>7,96%</b>	<b>7,92%</b>	<b>7,87%</b>	<b>7,80%</b>	<b>7,81%</b>
Wachstumsabschlag										-1,09%
<b>Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag</b>	<b>8,88%</b>	<b>8,54%</b>	<b>8,53%</b>	<b>8,26%</b>	<b>7,81%</b>	<b>7,96%</b>	<b>7,92%</b>	<b>7,87%</b>	<b>7,80%</b>	<b>6,72%</b>

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

Tabelle 5 Übersicht Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung der A-Sparte von HHLA

#### IV. Ableitung des Unternehmenswerts der A-Sparte von HHLA bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1

##### 1. Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens

427. Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens des Teilkonzerns Hafenlogistik von HHLA zum 11. Juni 2026 ermittelt sich wie folgt:

HHLA A-Sparte Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen € Mio.	Planung					Konvergenz				TV ab
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>80,9</b>	<b>118,1</b>	<b>145,1</b>	<b>167,7</b>	<b>190,8</b>	<b>212,0</b>	<b>221,3</b>	<b>225,3</b>	<b>228,1</b>	<b>230,9</b>
Ausschüttung	40,5	59,1	72,6	83,9	95,4	231,5	207,3	180,5	209,9	212,5
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	-10,7	-15,6	-19,1	-22,1	-25,2	-28,0	-29,2	-29,7	-30,1	-30,5
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	40,5	59,1	72,6	83,9	95,4	-19,5	14,1	44,8	18,2	18,4
Thesaurierung mit fiktiver Hinzurechnung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	125,5	96,6	67,9	95,9	97,1
Persönliche Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-16,5	-12,7	-9,0	-12,6	-12,8
<b>Nettoeinnahmen</b>	<b>29,8</b>	<b>43,5</b>	<b>53,4</b>	<b>61,7</b>	<b>70,2</b>	<b>187,0</b>	<b>165,4</b>	<b>141,9</b>	<b>167,2</b>	<b>169,3</b>
Kapitalkosten	8,88%	8,54%	8,53%	8,26%	7,81%	7,96%	7,92%	7,87%	7,80%	6,72%
Barwertfaktor	0,9184	0,9213	0,9214	0,9237	0,9275	0,9263	0,9266	0,9270	0,9276	14,8756
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	1.806,9	1.937,6	2.059,7	2.182,0	2.300,5	2.410,0	2.414,8	2.440,7	2.491,0	2.518,2
<b>Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2025</b>	<b>1.806,9</b>									
Aufzinsungsfaktor	1,04									
<b>Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 11. Juni 2026</b>	<b>1.876,5</b>									

Quellen: Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Darstellung.

Tabelle 6 Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der A-Sparte von HHLA

#### Prüfungsergebnis

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens ist auf der Grundlage plausibler Planzahlen und daraus sachgerecht abgeleiteter Nettoeinnahmen unter Verwendung eines in nachvollziehbarer Weise ermittelten Kapitalisierungszinssatzes und auch insgesamt fachgerecht sowie rechnerisch richtig ermittelt worden.

## 2. Sonderwerte

428. Der Bewertungsgutachter hat die folgenden Vermögensgegenstände und Sachverhalte identifiziert, die als nicht betriebsnotwendiges Vermögen dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzugesetzt oder aus Darstellungsgründen als Sonderwert zu erfassen sind:

HHLA A-Sparte Sonderwerte € Mio.	
Minderheiten	-219,3
Kapitalerhöhung 2026	-450,0
Bewertungsabschlag Containerterminal Odessa	-28,7
Steuerliche Verlustvorträge	29,2
Überschüssige Liquidität	90,00
<b>Sonderwerte zum 31. Dezember 2025</b>	<b>-578,77</b>
Aufzinsungsfaktor	1,04
<b>Sonderwerte zum 11. Juni 2026</b>	<b>-601,1</b>

Quellen: Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Darstellung.

Tabelle 7 Sonderwerte bei der Bewertung der A-Sparte von HHLA

429. Im Rahmen der Bewertung wird der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens aus konsolidierten Zahlungsströme abgeleitet, die auch nicht beherrschende Anteile umfassen. Zur Sicherstellung der bewertungstheoretischen Kongruenz zwischen Zahlungsströmen und Anspruchsberechtigten wird der auf nicht beherrschende Anteile entfallende Ergebnisbeitrag als wertmindernder Sonderwert separat berücksichtigt. Dabei hat der Bewertungsgutachter konsistent dieselben Annahmen zur Gewinnthesaurierung, Ausschüttungspolitik sowie zur fiktiven Hinzurechnung zugrunde gelegt, wie er sie auch der Ermittlung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens zugrunde gelegt hat.
430. Die Planung der Gesellschaft berücksichtigt eine Kapitalerhöhung im Planjahr 2026 in Höhe von € 450,0 Mio. Die angenommene Kapitalerhöhung ist Voraussetzung für die Realisierung des in der Planung unterstellten Wachstums sowie der weiteren Unternehmensentwicklung. Aus bewertungstechnischen Gründen hat der Bewertungsgutachter vereinfachend die Aufsatzbilanz (31. Dezember 2025) angepasst, indem er sowohl das Eigenkapital als auch die liquiden Mittel um jeweils € 450,0 Mio. erhöht hat. Aus Perspektive der Eigenkapitalgeber stellt die Eigenkapitalerhöhung einen Mittelabfluss dar und wird somit als gesonderter negativer Sonderwert berücksichtigt.
431. Die der Bewertung des Containerterminals Odessa zugrunde liegende Unternehmensplanung basiert auf konstanten Wechselkursen (EUR/UAH). Vor dem Hintergrund der im Vergleich zu Deutschland erhöhten Inflationsdynamik in der Ukraine sieht der Bewertungsgutachter hierin ein potenzielles Bewertungsrisiko. Zur Quantifizierung dieses Effekts hat er ergänzend eine Bewertung unter Verwendung von Forward Rates durchgeführt. Die sich daraus ergebende Differenz gegenüber dem auf Basis von Spot Rates ermittelten Wert hat er als negativen Sonderwert berücksichtigt.

432. Die Unternehmenssteuern sind ohne die Auswirkungen der vorhandenen Verlustvorträge berechnet worden. Der Bewertungsgutachter hat die zum 31. Dezember 2025 vorhandenen Verlustvorträge<sup>254</sup> entsprechend der Ergebnisse der zugehörigen Unternehmen fortgeschrieben und auf den Bewertungsstichtag abgezinst.
433. Der Bewertungsgutachter hat die Höhe der nicht betriebsnotwendigen Liquidität so bestimmt, dass die Entwicklung der liquiden Mittel in der Detailplanungsphase möglichst nahe an die ursprüngliche Unternehmensplanung von HHLA anschließt. Zugleich hat er im Rahmen der integrierten Finanzbedarfsrechnung sichergestellt, dass eine Inanspruchnahme zusätzlicher Kontokorrentlinien nicht erforderlich wird. Im Ergebnis hat er für die überschüssige Liquidität einen Sonderwert in Höhe von € 90,0 Mio. (zum 31. Dezember 2025) angesetzt.
434. Das steuerliche Einlagekonto beeinflusst die zu diskontierenden Ausschüttungen lediglich insoweit, als Ausschüttungen in Form von Einlagenrückgewähr zunächst steuerfrei sind, jedoch zu einer Minderung der Anschaffungskosten führen und somit spätere steuerpflichtige Veräußerungsgewinne erhöhen. Da die Dividenden im betrachteten Zeitraum den ausschüttbaren Gewinn nicht überschreiten, entsteht aus dem steuerlichen Einlagekonto kein bewertungsrelevanter Sonderwert.
435. Weitere Sachverhalte, die den Ansatz von Sonderwerten erfordert hätten, insbesondere weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen, haben wir im Rahmen unserer Prüfung nicht identifiziert.

#### Prüfungsergebnis

Wir konnten die Begründungen für die angesetzten Sonderwerte verifizieren. Die Berechnung der Sonderwerte in Höhe von insgesamt € 601,1 Mio. ist auch sachgerecht vorgenommen worden.

### 3. Unternehmenswert der A-Sparte von HHLA bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1

436. Der Unternehmenswert der A-Sparte von HHLA zum Tag der Hauptversammlung, in der die Aktionäre über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre Beschluss fassen sollen (Bewertungsstichtag; 11. Juni 2026) ergibt sich aus der Addition des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens (€ 1.876,5 Mio.) und des Wertbeitrags aus Sonderwerten (€ –601,1 Mio.), in Summe € 1.275,4 Mio.

#### Prüfungsergebnis

Der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 für den Teilkonzern Hafenlogistik von HHLA ist zutreffend mit € 1.275,4 Mio. abgeleitet worden. Das sind umgerechnet und aufgerundet € 17,59 je A-Aktie.

<sup>254</sup> Vgl. Tz. 168 dieses Berichts.

#### 4. Sensitivitätsanalyse

437. Der Bewertungsgutachter hat den ermittelten objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 einer Sensitivitätsbetrachtung unterzogen. In dieser Betrachtung hat er den für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite angesetzten Wert (5,125 %) durch den unteren Rand dieser Bandbreite (4,5 %) ersetzt. Aus dieser Variation der Marktrisikoprämie ergibt sich ein Unternehmenswert in Höhe von € 21,57 je Aktie. Wir konnten diese Berechnung inhaltlich wie rechnerisch ohne Beanstandungen verifizieren.
438. Weitere Sensitivitätsbetrachtungen hat der Bewertungsgutachter nicht vorgenommen. Angesichts der umfangreichen Plausibilisierung des Unternehmenswerts durch weitere Bewertungsansätze halten wir es auch nicht für erforderlich, weitere Variationen der Bewertungsparameter zu simulieren.

#### 5. Vergleich mit dem Liquidationswert

439. Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert der A-Sparte von HHLA im Rahmen seiner Gutachtlichen Stellungnahme nicht ermittelt, da die geplante Rendite auf das eingesetzte Kapital ab 2027 stets über den Gesamtkapitalkosten liegt, so dass davon auszugehen ist, dass eine Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.

#### **Prüfungsergebnis**

Das halten wir für zutreffend. Demzufolge ist es auch nach unserer Auffassung nicht erforderlich, den Liquidationswert der A-Sparte von HHLA herzuleiten.

#### 6. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

440. Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der A-Sparte von HHLA zum 11. Juni 2026 auftragsgemäß auf Grundlage der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Neben einer Bewertung mit dem Börsenkurs und deren Überprüfung durch den objektivierten Unternehmenswert im Sinne des IDW S 1 hat er den Unternehmenswert der A-Sparte von HHLA auch unter Berücksichtigung anderer Bewertungsmethoden ermittelt.
441. Da Unternehmensbewertungen häufig nicht mehr als „Anhaltspunkte“ für eine Schätzung sein sollen, „weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind“, könnte auch in der „normgeprägten“ Bewertung ein Paradigmenwechsel vom „theoretisch richtigen Wert“ hin zu einer „Bandbreite vertretbarer Werte“ erfolgen.<sup>255</sup>
442. Im vorliegenden Bewertungsfall hat der Bewertungsgutachter einen Börsenwert von € 21,16 je A-Aktie ermittelt. Eine Bewertung mit dem Börsenkurs ist grundsätzlich eine geeignete Bewertungsmethode zur

<sup>255</sup> Vgl. Hüttemann in Fleischer/Hüttemann, a.a.O., Rz 1.76. m.w.N.

Bewertung der A-Sparte von HHLA. Dennoch ist eine Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 als zumindest gleichrangige Bewertungsmethode durchzuführen, um die Bewertung mit dem Börsenkurs zu überprüfen.

- 443. Der Bewertungsgutachter hat den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 mit € 17,59 je A-Aktie ermittelt. Aus der Sensitivierung mit einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der vom FAUB empfohlenen Bandbreite (4,5 % nach persönlichen Steuern) ergibt sich ein Wert von € 21,57 je A-Aktie. Der Börsenwert von € 21,16 je A-Aktie liegt innerhalb dieser Bandbreite.
- 444. Die Ergebnisse einer Bewertung vor persönlichen Steuern, welche der Bewertungsgutachter nach den DVFA-Empfehlungen vorgenommen hat, liegen mit € 16,31 je A-Aktie (Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern 6,0 %) bzw. € 19,96 je A-Aktie unter dem Börsenwert von € 21,16 je A-Aktie.
- 445. Aus der ausführlich im Bewertungsgutachten hergeleiteten vergleichsorientierten Bewertung anhand der Multiplikator-Methode und unter Verwendung der Daten für vergleichbare börsennotierte Unternehmen ergibt sich eine Bandbreite von € 16,84 bis € 21,76 je A-Aktie. Der Börsenwert von € 21,16 je A-Aktie liegt innerhalb dieser Bandbreite.
- 446. Unter Verwendung der Daten von vergleichbaren Transaktionen ergibt sich aus der vergleichsorientierten Bewertung anhand der Multiplikator-Methode eine Bandbreite von € 15,14 bis € 21,16 je A-Aktie. Der Börsenwert von € 21,16 je A-Aktie liegt innerhalb dieser Bandbreite.
- 447. Schließlich lässt sich eine Plausibilisierung auch mit dem im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots gezahlten Angebotspreis durchführen. Der Angebotspreis liegt mit € 16,75 je A-Aktie unter dem Börsenwert von € 21,16 je A-Aktie.
- 448. Wir haben sämtliche weiteren Wert- und Preismaßstäbe ohne Beanstandungen verifizieren können.
- 449. Im Vergleich zum Börsenwert je A-Aktie stellen sich die anderen Wert- und Preismaßstäbe wie folgt dar:

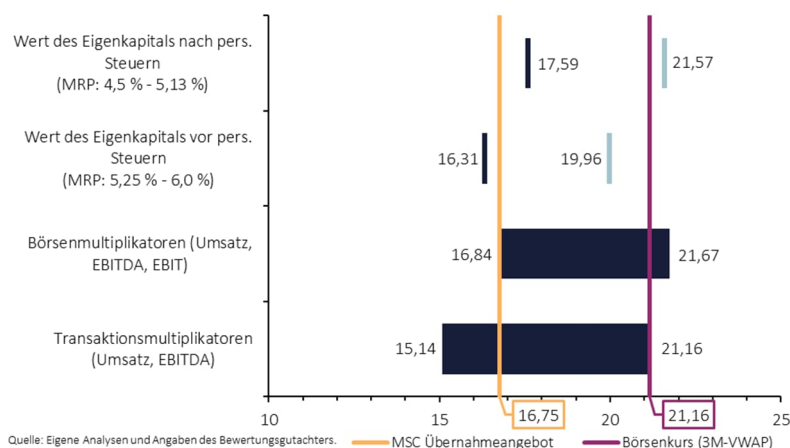


Abbildung 22 Wert und Preismaßstäbe Teilkonzern Hafenlogistik

450. Der Börsenwert von € 21,16 je A-Aktie liegt am oberen Rand der durch die anderen Wert- und Preismaßstäbe aufgespannten Bandbreite. Die Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 kommt allerdings zu einem deutlich unterhalb des Börsenkurses liegenden Ergebnis.

#### **Prüfungsergebnis**

Die vorgenommenen Plausibilisierungen geben keinen Hinweis dafür, dass eine Bewertung mit dem Börsenkurs nicht angemessen im Sinne des Aktiengesetzes wäre.

F. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der A-Sparte von HHLA

451. Bei der Bewertung der A-Sparte von HHLA sind keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne der §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten.

G. Ableitung der Barabfindung für die A-Aktien von HHLA

452. Der 3M-VWAP beträgt € 21,16 je A-Aktie. Eine Bewertung mit dem Börsenkurs ist grundsätzlich eine geeignete Bewertungsmethode zur Bewertung der A-Sparte von HHLA.
453. Die Barabfindung wurde dementsprechend mit € 21,16 je A-Aktie festgelegt.

**Prüfungsergebnis**

Auf Grundlage der Verhältnisse bei Zeichnung dieses Prüfungsberichts ist die festgelegte Barabfindung von € 21,16 je A-Aktie angemessen.

454. Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung (20. April 2026) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der HHLA AG über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (11. Juni 2026) wesentliche Veränderungen der Verhältnisse, die bei der Bestimmung des objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 berücksichtigt worden sind, ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen, soweit sich aufgrund der Veränderungen ein Wert je A-Aktie ergäbe, der die derzeit vorgeschlagene Barabfindung deutlich übersteigt.

## H. Überschlägige Bewertung der S-Sparte von HHLA

455. Die S-Aktien gewähren eine Beteiligung am Vermögen und Ergebnis des Teilkonzerns Immobilien. Die Geschäftsaktivitäten im Teilkonzern Immobilien umfassen die nachhaltige Quartiers- bzw. Projektentwicklung, die Vermietung sowie die kaufmännische und technische Betreuung von Immobilien am Hamburger Hafenrand. Das zählen vor allem die Hamburger Speicherstadt und ein Areal am Fischmarkt in Hamburg-Altona im Umfeld des Fischereihafens am nördlichen Elbufer.
456. Das Immobilienportfolio umfasst Büro- und Gewerbeflächen. Die Mieter sind Logistik- und Handelsunternehmen, Medien-, Beratungs- und Werbeagenturen, Modefirmen, Gastronomie- und Hotelbetreiber sowie Unternehmen aus der Kreativwirtschaft. Zum 31. Dezember 2025 beschäftigte der Teilkonzern Immobilien 101 Mitarbeitende.
457. Der Bewertungsgutachter hat den Teilkonzern Immobilien überschlägig mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) ermittelt.
458. Dabei hat er die ohne Beanstandungen plausibilisierte Planungsrechnung von HHLA für den Teilkonzern Immobilien zugrunde gelegt. Diese ergibt sich hinsichtlich der Ableitung des Jahresergebnisses wie folgt:

HHLA S-Sparte GuV € Mio.	Ist			Planungsrechnung					CAGR	
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2023/25	2025/30
Umsatzerlöse	46,5	46,1	46,3	46,2	45,7	47,6	52,5	58,3	-0,2%	4,7%
Materialaufwand	-9,4	-9,5	-9,3	-9,3	-9,5	-9,8	-11,4	-11,4	-0,4%	4,1%
Personalaufwand	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	6,8%	3,1%
Sonstige betriebliche Erträge	8,2	19,9	10,7	7,5	7,6	7,8	8,4	8,7	14,6%	-4,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,9	-28,1	-19,2	-16,7	-17,3	-17,9	-18,9	-20,6	6,6%	1,4%
<b>EBITDA</b>	<b>25,8</b>	<b>25,6</b>	<b>25,6</b>	<b>24,7</b>	<b>23,3</b>	<b>24,5</b>	<b>27,3</b>	<b>31,6</b>	<b>-0,3%</b>	<b>4,3%</b>
Abschreibungen	-9,6	-9,5	-10,2	-10,9	-11,0	-11,9	-10,3	-11,4	2,8%	2,3%
<b>EBIT</b>	<b>16,1</b>	<b>16,1</b>	<b>15,4</b>	<b>13,8</b>	<b>12,3</b>	<b>12,6</b>	<b>17,0</b>	<b>20,2</b>	<b>-2,3%</b>	<b>5,6%</b>
Finanzergebnis	-2,3	-2,1	-3,4	-4,3	-5,6	-10,7	-13,2	-14,9	21,9%	34,2%
<b>EBT</b>	<b>13,8</b>	<b>14,0</b>	<b>12,0</b>	<b>9,5</b>	<b>6,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,3</b>	<b>-6,9%</b>	<b>-15,0%</b>
Ertragsteuern	-2,8	-4,7	-3,1	-2,8	-1,7	-0,2	-0,8	-1,1	5,5%	-19,2%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>11,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,9</b>	<b>6,7</b>	<b>5,0</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-13,7%</b>
<b>In % der Umsatzerlöse</b>										
Materialaufwand	20,2%	20,6%	20,1%	20,1%	20,8%	20,5%	21,7%	19,6%		
Personalaufwand	5,5%	6,0%	6,3%	6,6%	6,8%	6,7%	6,3%	5,8%		
Sonstige betriebliche Erträge	17,6%	43,2%	23,1%	16,2%	16,5%	16,4%	16,1%	15,0%		
Sonstige betriebliche Aufwendungen	36,4%	61,0%	41,5%	36,0%	37,8%	37,6%	36,0%	35,3%		
EBITDA	55,5%	55,6%	55,2%	53,5%	51,1%	51,5%	52,0%	54,3%		
Abschreibungen	20,8%	20,6%	22,0%	23,6%	24,1%	25,0%	19,6%	19,6%		
EBIT	34,7%	34,9%	33,2%	29,9%	26,9%	26,5%	32,4%	34,7%		
Effektive Steuerquote	20,3%	33,8%	26,1%	29,3%	25,1%	10,3%	19,7%	20,3%		

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Tabelle 8 Jahresergebnis der S-Sparte von HHLA

459. Da sich die S-Sparte von HHLA zum Ende des Detailplanungszeitraums (2030) noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet, hat der Bewertungsgutachter die Ansätze der Detailplanungsphase (2025 bis 2030) durch Zwischenschaltung einer Konvergenzphase von sieben Jahren (2031 bis 2037) in ein nachhaltiges Ergebnis (ab 2038) überführt. Dieses nachhaltige Ergebnis bildet die künftige Ertragskraft der S-Sparte bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung und ohne die Durchführung von Erweiterungsinvestitionen ab.

460. Bei einer erheblichen weiteren Steigerung des Umsatzerlöse und unterproportional steigenden Aufwendungen soll die EBITDA-Marge von 55,2 % (Geschäftsjahr 2025 als letztes Ist-Jahr) während der Detailplanungsphase geringfügig sinken und zum Ende dieser Phase (Geschäftsjahr 2030) auf 54,3 % wieder steigen, worauf sich ein weiterer Anstieg bis auf 67,7 % anschließt. Die Entwicklung bei der EBIT-Marge ist ähnlich. Nachhaltig ist eine EBIT-Marge in Höhe von 54,1 % angesetzt.
461. Der Bewertungsgutachter hat die Kapitalkosten nach denselben methodischen Grundsätzen wie für die Bewertung der A-Sparte hergeleitet. Zur Ableitung des Betafaktors hat er eine Peer Group börsennotierter Immobilienbestandhalter herangezogen. Auf dieser Grundlage hat er einen unverschuldeten Betafaktor für die Bewertung der S-Sparte von 0,4 angesetzt.
462. Auf dieser Grundlage ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz wie folgt:

HHLA S-Sparte Ableitung der Kapitalkosten %	Planung					Konvergenz								TV ab 2038
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037		
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	
Persönliche Einkommensteuer	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	
<b>Basiszinssatz nach persönlichen Steuern</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,58%</b>	
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	
Betafaktor (verschuldet)	1,21	1,24	0,95	1,33	1,43	1,42	1,35	1,31	1,25	1,19	1,13	1,11	1,11	
<b>Risikozuschlag</b>	<b>6,21%</b>	<b>6,35%</b>	<b>4,84%</b>	<b>6,83%</b>	<b>7,35%</b>	<b>7,29%</b>	<b>6,91%</b>	<b>6,72%</b>	<b>6,39%</b>	<b>6,10%</b>	<b>5,81%</b>	<b>5,69%</b>	<b>5,69%</b>	
<b>Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag</b>	<b>8,79%</b>	<b>8,93%</b>	<b>7,42%</b>	<b>9,41%</b>	<b>9,93%</b>	<b>9,87%</b>	<b>9,48%</b>	<b>9,30%</b>	<b>8,97%</b>	<b>8,67%</b>	<b>8,39%</b>	<b>8,27%</b>	<b>8,27%</b>	
Wachstumsabschlag													-0,87%	
<b>Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag</b>	<b>8,79%</b>	<b>8,93%</b>	<b>7,42%</b>	<b>9,41%</b>	<b>9,93%</b>	<b>9,87%</b>	<b>9,48%</b>	<b>9,30%</b>	<b>8,97%</b>	<b>8,67%</b>	<b>8,39%</b>	<b>8,27%</b>	<b>7,40%</b>	

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

Tabelle 9 Übersicht Kapitalisierungszinssatz für die Bewertung der S-Sparte von HHLA

463. Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der S-Sparte von HHLA zum 11. Juni 2026 ermittelt sich wie folgt:

HHLA S-Sparte Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen € Mio.	Planung					Konvergenz								TV ab 2038
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037		
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,7</b>	<b>5,0</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>10,3</b>	<b>13,0</b>	<b>16,2</b>	<b>19,4</b>	<b>22,5</b>	<b>22,7</b>	<b>22,9</b>	
Ausschüttung	4,0	3,0	1,0	0,8	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	13,5	13,6	13,8	
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	-1,1	-0,8	-0,3	-0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-3,6	-3,6	-3,6	
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	-4,3	1,3	-0,8	2,3	2,5	7,1	10,3	13,0	16,2	16,0	5,9	1,8	1,8	
Thesaurierung mit fiktiver Hinzurechnung	7,0	0,7	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1	7,3	7,4	
Persönliche Steuern auf fiktive Hinzurechnung	-0,9	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,0	-1,0	
<b>Nettoeinnahmen</b>	<b>9,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>12,6</b>	<b>16,4</b>	<b>16,5</b>	
Kapitalkosten	8,79%	8,93%	7,42%	9,41%	9,93%	9,87%	9,48%	9,30%	8,97%	8,67%	8,39%	8,27%	7,40%	
Banwertfaktor	0,9192	0,9180	0,9309	0,9140	0,9097	0,9102	0,9134	0,9149	0,9177	0,9202	0,9226	0,9236	13,5075	
Barwerte jeweils zum 31. Dezember des Vorjahres	105,0	105,2	111,8	118,1	128,6	140,1	154,0	168,6	184,2	200,8	215,7	221,2	223,2	
<b>Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2025</b>	<b>105,0</b>													
Aufzinsungsfaktor	1,04													
<b>Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 11. Juni 2026</b>	<b>109,0</b>													

Quellen: Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Darstellung.

Tabelle 10 Ertragswert der S-Sparte von HHLA

464. Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der S-Sparte als überschlägig ermittelter objektiver Unternehmenswert nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) beträgt € 109,0 Mio. bzw. € 40,31 je S-Aktie.

Wir haben die Wertermittlung für die S-Sparte nach denselben Grundsätzen geprüft, wie sie im Einzelnen im Zusammenhang mit der Wertermittlung für die A-Sparte ausführlich dargestellt sind. Ebenso wie der

Bewertungsgutachter nur eine überschlägige Bewertung vorgenommen hat, haben wir diese Bewertung nur cursorisch geprüft. Dabei haben sich keine Beanstandungen ergeben.

#### **Prüfungsergebnis**

Der Unternehmenswert der S-Sparte ist nach den Grundsätzen des IDW S 1, aber nur überschlägig, als Ertragswert ermittelt worden. Er beträgt € 40,31 je S-Aktie. Gegen die Bewertung sind keine Einwendungen zu erheben.

I. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der S-Sparte von HHLA

465. Bei der Bewertung der S-Sparte von HHLA sind keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne der §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten.

J. Ableitung der Barabfindung für die S-Aktien von HHLA

466. Verschiedene Aktiengattungen oder andere Gründe, nach denen der Unternehmenswert nicht proportional auf eine Aktie umzurechnen wäre, liegen nicht vor.
467. Der überschlägig ermittelte Unternehmenswert der S-Sparte beträgt € 40,31 je S-Aktie.
468. Die Barabfindung wurde dementsprechend mit € 40,31 je S-Aktie festgelegt.

**Prüfungsergebnis**

Auf Grundlage der Verhältnisse bei Zeichnung dieses Prüfungsberichts ist die festgelegte Barabfindung von € 40,31 angemessen.

K. Abschließende Erklärung

469. Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, Hamburg, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der A-Aktien der Minderheitsaktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, Hamburg, sowie die für die S-Aktie festgelegte Barabfindung geprüft.
470. Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4, § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG wie folgt:
471. „Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der A-Sparte der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft in Höhe von € 21,16 je Stückaktie angemessen. Ebenso ist die von der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die S-Aktie angemessen.“

Düsseldorf, den 20. April 2026

**ADKL AG**  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wolfram Wagner  
Wirtschaftsprüfer



ppa. Ulrich Kühnen  
Wirtschaftsprüfer

elektronische Signatur:

elektronische Signatur:

**Landgericht Hamburg**

Az.: 404 HKO 3/26

**Beschluss**

In der Sache

**Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE**, vertreten durch die gemeinsam vertretungsberechtigten geschäftsführenden Direktoren Dr. Helge Schäfer und Nils Kahn, Gustav-Mahler-Platz 1, 20354 Hamburg

**- Antragstellerin -**

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 4 für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. Hülk am 13.01.2026:

1.

Zur Prüfung der Angemessenheit der bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft (HHLA) gemäß §§ 327a ff. AktG diesen Aktionären von der Antragstellerin als Hauptaktionärin als Abfindung zu gewährenden Barzahlung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG (Angemessenheitsprüferin) wird bestellt

ADKL AG

(Ansprechpartner Herr WP Wolfram Wagner)

Breite Straße 29-31

40213 Düsseldorf

2.

Die Kosten des Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.

3.

Der Geschäftswert wird auf 50.000 € festgesetzt.

## Gründe:

Auf den Antrag der Antragstellerin ist gemäß §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und 4 i.V.m. § 293 c Abs. 1 S. 1 AktG ein sachverständiger Prüfer zu bestellen, der die Angemessenheit der vom Hauptaktionär festzulegenden Barabfindung für die Minderheitsaktionäre prüft. Die Voraussetzungen für diese Bestellung liegen vor. Wie die Antragstellerin mitgeteilt hat, hält sie Aktien der HHLA im Umfang von mehr als 95 % des Grundkapitals. Ferner hat sie erklärt, am 05.01.2026 an den Vorstand der HHLA das Verlangen gerichtet zu haben, die notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, damit die Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragstellerin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung (sog. Squeeze-Out) beschließt.

Als Angemessenheitsprüferin hat das Gericht die im Beschlusstenor genannte Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft ausgewählt. Diese hat bestätigt, dass keine Bestellungshindernisse nach §§ 327c Abs. 2 und 293d AktG i.V.m. §§ 319, 319b HGB und Art. 5 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 vorliegen.

Die Angemessenheitsprüferin wird gebeten, entsprechend dem Antrag die Angemessenheit der Barabfindung sowohl hinsichtlich der A-Aktien als auch hinsichtlich der S-Aktien zu prüfen.

Die Kostenentscheidung beruht auf § 22 GNotKG, die Höhe des festgesetzten Geschäftswerts auf § 36 GNotKG.

Dr. Hülk  
Vorsitzender Richter am Landgericht

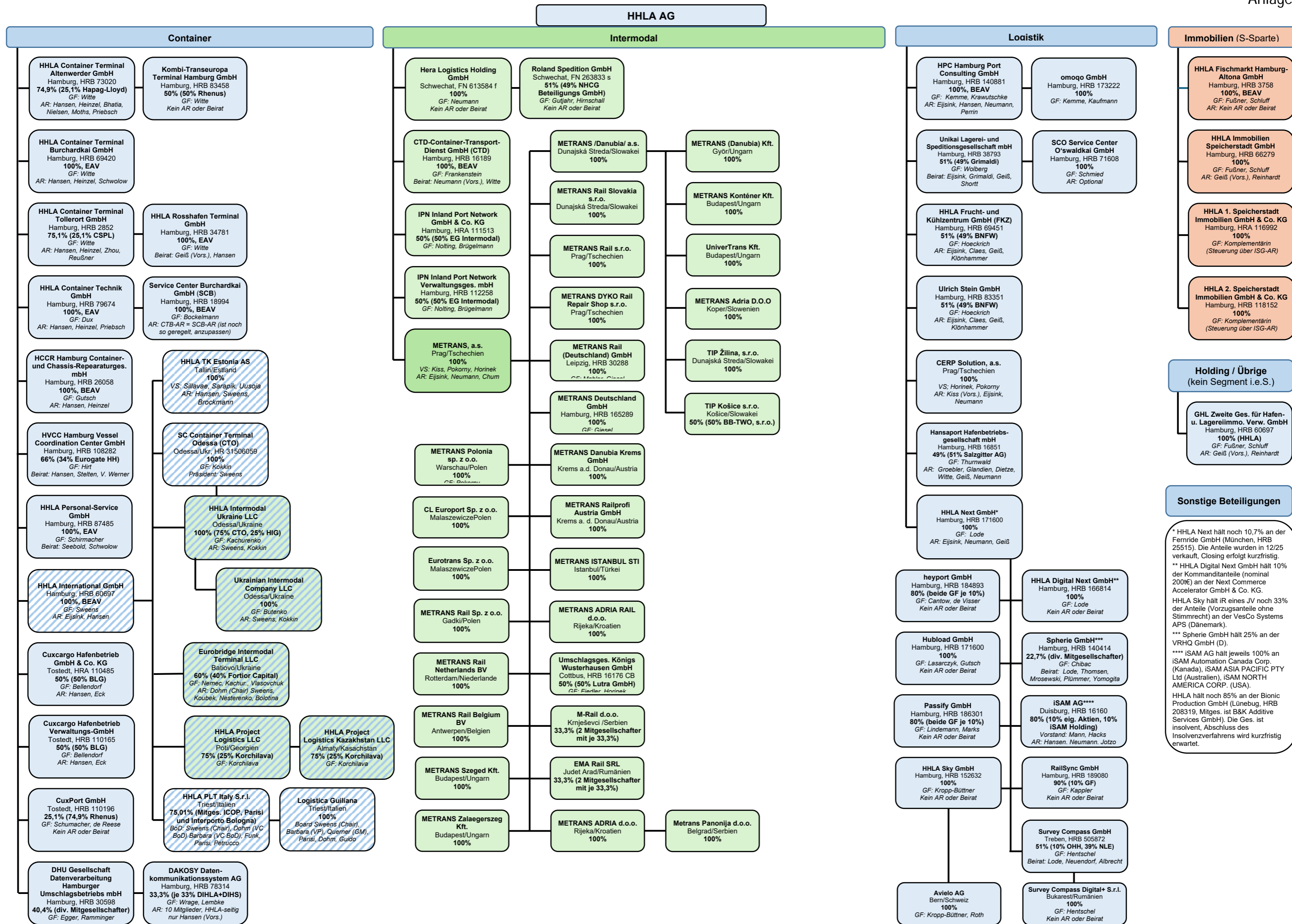


Für die Richtigkeit der Abschrift  
Hamburg, 14.01.2026

Martens, JAng  
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Dokument unterschrieben  
von: Martens, Justiz der Freien und  
Hansestadt Hamburg  
am: 14.01.2026 09:29





# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

### 1. Geltungsbereich

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

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

### 2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

### 3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

### 6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

### 7. Mängelbeseitigung

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

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

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

### 8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

### 9. Haftung

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

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

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

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

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

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

### 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

### 11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 12. Elektronische Kommunikation

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

### 13. Vergütung

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

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

### 14. Streitschlichtungen

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

### 15. Anzuwendendes Recht

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