IDW ADVISE
INDEPENDENT ADVISORY SERVICES

Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen

9. Auflage (2010 – 2022)

Düsseldorf, Juli 2023

Vorwort

Sehr geehrte Leserin,
sehr geehrter Leser,

ich freue mich, Ihnen unsere aktuelle Studie zur Bewertungspraxis anlässlich aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen mit Stand Dezember 2022 zu präsentieren. In unserer mittlerweile 9. Auflage haben wir die Grundgesamtheit der untersuchten Fälle um Unternehmensbewertungen mit Bewertungsstichtag in 2022 erweitert. Damit liegen unserer Studie nun dreizehn Jahresscheiben bzw. 244 untersuchte Bewertungsfälle zugrunde. Wie in der Vorauflage gehen wir detaillierter auf einzelne Bewertungen des abgelaufenen Jahres ein.

Aktienrechtliche Strukturmaßnahmen sind schwerwiegende Eingriffe in die Eigentumsrechte der Minderheitsaktionäre. Beim Squeeze-out oder Rechtsformwechsel ist den Aktionären daher eine angemessene Abfindung und beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zusätzlich eine Garantiedividende zu gewähren. Die hierfür zugrunde gelegte Unternehmensbewertung wird in der Regel durch externe Bewertungsgutachter erstellt. Die Angemessenheit von angebotener Barabfindung und Garantiedividende ist durch einen gerichtlich ausgewählten und bestellten Prüfer sicherzustellen. An die über die Maßnahme beschließende Hauptversammlung schließt sich in der weit überwiegenden Anzahl der Fälle ein Spruchverfahren an, in dem die Angemessenheit von Barabfindung bzw. Garantiedividende gerichtlich überprüft wird.

Ziel dieser Studie ist es, einen Überblick über die unterschiedlichen angewandten Verfahren und Bewertungsparameter bei aktienrechtlich veranlassten Unternehmensbewertungen zu geben und aktuelle Trends der Bewertungspraxis herauszuarbeiten. Mit der Studie möchten wir Transparenz und Übersicht schaffen, nicht aber beurteilen und werten. Der Leser soll auch nicht den Schluss ziehen, dass eine gängige Praxis mit Best Practice gleichzusetzen sei, z.B. wenn neue, bessere Erkenntnisse verzögert in der Praxis umgesetzt werden.

Mit freundlichen Grüßen

WP Dr. Jochen Beumer

Inhaltsverzeichnis

Kapitel	Inhalt	Seite
1.	**Über diese Studie – Erhebung der Daten**	**4**
2.	**Bewertungsverfahren, Ablauf und Ergebnis**	**6**
2.1	Bewertungsverfahren	6
2.2	Abfindung gemäß Bewertungsverfahren oder zum Börsenkurs	7
2.3	Zeitraum zwischen Ankündigung und Bewertungsstichtag	8
3.	**Ausschüttungsfähiges Ergebnis**	**8**
3.1	Vergangenheitsanalyse	8
3.2	Planungsrechnung	9
3.3	Ergebniswachstum in der Planung	11
3.4	Wachstumsrate	12
3.5	Ausschüttungsquoten	14
4.	**Kapitalisierungszinssatz**	**15**
4.1	Basiszinssatz	15
4.2	Marktrisikoprämie	16
4.3	Betafaktor	18
5.	**Multiplikator-Bewertung**	**26**
6.	**Ausgleichszahlung**	**27**
I-ADVISE AG	**Ansprechpartner – Valuation Service**	**28**
Anlage 1	Ausgewertete Gutachten	29
Anlage 2	Nicht vorliegende Gutachten	35

Ausgewertete Gutachten nach Bewertungsanlass (1/2)

1. Über diese Studie – Erhebung der Daten

Für unsere Studie haben wir die Berichte der Vorstände über die Übertragung von Aktien auf den Hauptaktionär gemäß §§ 327a ff. AktG oder § 62 Abs. 5 UmwG sowie Verschmelzungsberichte im Hinblick auf die angewandten Bewertungsmethoden und -parameter analysiert. Da jeder dieser Vorgänge eine Prüfungspflicht begründet, liegt für die jeweilige Bewertung auch ein Prüfungsbericht vor.

Es war nicht unsere Absicht, auch eine Auswertung der Rechtsprechung zu diesem Thema vorzunehmen. Spruchverfahrensgutachten, Urteile und Vergleiche in Spruchverfahren wurden daher nicht in die Untersuchung einbezogen. Sie beziehen sich in vielen Fällen auf weiter zurückliegende Bewertungsstichtage.

In die Analyse haben wir sämtliche uns vorliegende Gutachten mit Bewertungsstichtagen innerhalb des Dreizehn-Jahreszeitraums von 2010 bis 2022 einbezogen. Die Jahre 2009 und früher sind nicht berücksichtigt, weil die Einführung der Abgeltungsteuer zu Änderungen der Bewertungsparameter geführt hat.

Mit 13 Fällen im Jahr 2022 fällt die Anzahl der in die Studie eingegangenen Fälle etwas geringer als in den Vorjahren aus. Wir gehen davon aus, dass es sich bei den etwaigen uns nicht vorliegenden Gutachten des Jahres 2022 um verhältnismäßig kleine und mittlerweile nicht mehr börsennotierte Fälle handelt.

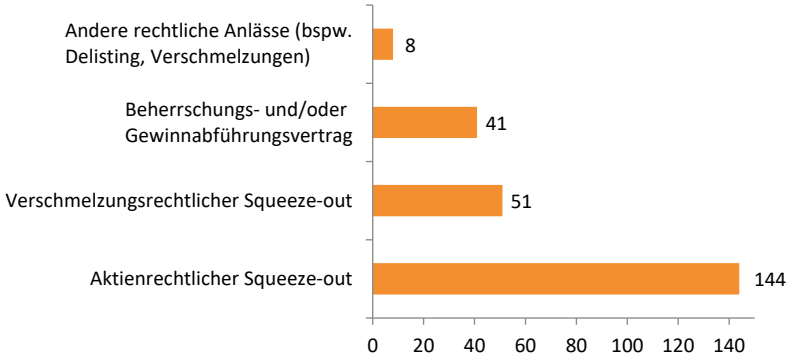
Die in der Studie ausgewerteten Gutachten und Prüfungsberichte sind in Anlage 1 aufgelistet. Anlage 2 umfasst gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen, deren Bewertungsgutachten uns nicht vorlagen und die deshalb nicht für die Studie ausgewertet werden konnten. Sollte uns ein Leser weitere, noch nicht erfasste Gutachten zusenden, werden wir die Studie entsprechend ergänzen. Insgesamt haben wir 244 Unternehmensbewertungen analysiert, die überwiegend anlässlich von Squeeze-outs erfolgten, wie nebenstehende Grafik zeigt.

FÄLLE IM JAHR 2022

Unternehmen	Stichtag	Anlass
FPB Holding Aktiengesellschaft	02.02.2022	Aktienrechtlicher Squeeze-out
Schaltbau Holding AG	03.02.2022	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
SinnerSchrader AG	08.04.2022	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
KUKA AG	17.05.2022	Aktienrechtlicher Squeeze-out
GxP German Properties AG	08.06.2022	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out
Deutsche Industrie Grundbesitz AG	09.06.2022	Verschmelzung
MyHammer Holding AG	23.06.2022	Verschmelzung
BV Holding AG	25.07.2022	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out
Verallia Deutschland AG	24.08.2022	Aktienrechtlicher Squeeze-out
cash.life AG	29.08.2022	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out
AGROB Immobilien AG	30.08.2022	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
Tin International AG	28.11.2022	Aktienrechtlicher Squeeze-out
ADVA SE	30.11.2022	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Ausgewertete Gutachten 2010 – 2022 nach Bewertungsanlass



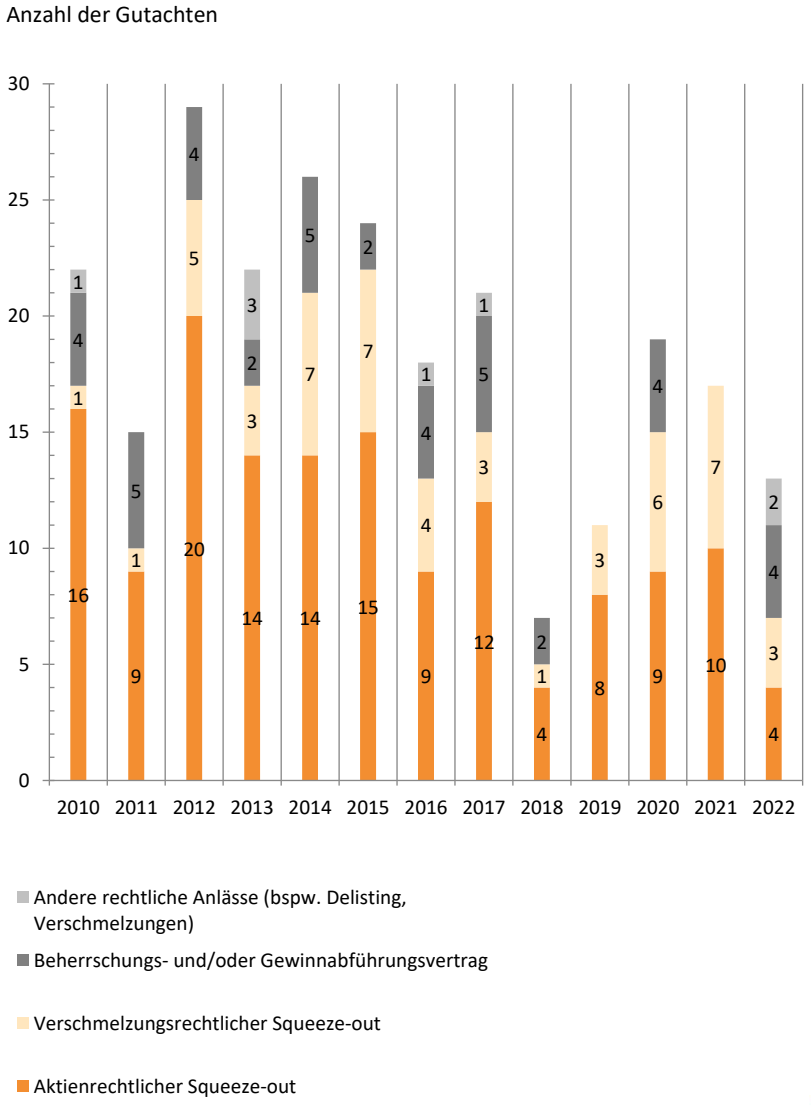
Ausgewertete Gutachten nach Bewertungsanlass (2/2)

Die nebenstehende Grafik zeigt den Anlass der ausgewerteten Gutachten im Zeitverlauf.

Seit dem Tiefpunkt der Zahl öffentlicher Strukturmaßnahmen in 2018 mit lediglich sieben Fällen ist die Anzahl der ausgewerteten Gutachten - nach Erhöhung in 2019 und 2020 - in 2022 wieder leicht zurückgegangen und liegt mit 13 Fällen unter den beiden Vorjahren (19 bzw. 17 Gutachten) und unterhalb des Durchschnitts von rund 19 Strukturmaßnahmen.

Im Jahr 2022 waren die Anlässe sehr unterschiedlich. Der in den vergangenen Jahren beobachtbare Trend zu mehr verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs konnte im Jahr 2022 nicht festgestellt werden. Für den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out ist nur die Zustimmung von 90% der Aktionäre erforderlich, während der aktienrechtliche Squeeze-out eine Mehrheit von 95% erfordert.

Ausgewertete Gutachten nach Jahr und Anlass



2. Bewertungsverfahren, Ablauf und Ergebnis

Grundlagen der angewandten Bewertungsverfahren

Der Unternehmenswert wird grundsätzlich unter der Annahme ausschließlich finanzieller Ziele und unter dem Grundsatz der Unternehmensfortführung („going concern“) ermittelt. Dabei werden die künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts mit einem risikoadäquaten Kapitalisierungszinssatz diskontiert und zu einem Barwert verdichtet. Etwaiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist gesondert zu bewerten. Der höhere Wert aus diesem Barwert (einschließlich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens) und dem Liquidationswert stellt den Unternehmenswert dar.

Eine detaillierte Ableitung des Liquidationswertes ist nur in den Fällen notwendig, in denen nach einer überschlägigen Berechnung des Liquidationswertes davon ausgegangen werden kann, dass der Liquidationswert höher ist als der Barwert der finanziellen Überschüsse zuzüglich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

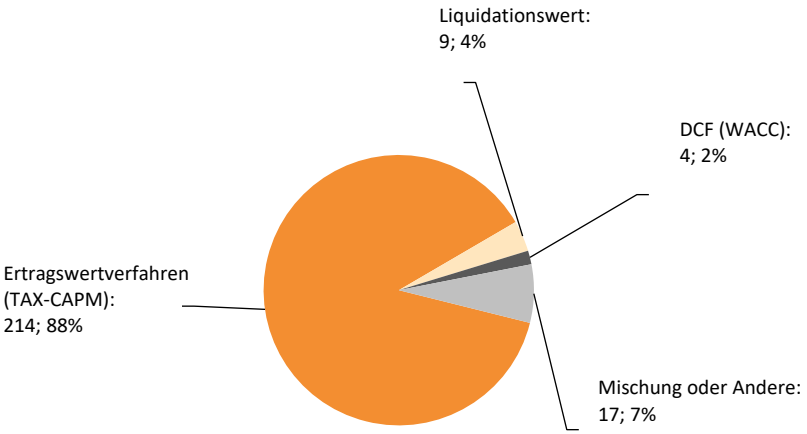
In der Praxis werden zur Ableitung des Barwerts der künftigen finanziellen Überschüsse das Ertragswertverfahren oder ein Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF) verwendet. Zu den DCF-Verfahren zählen der WACC-Ansatz, das Flow to Equity-Verfahren und das Adjusted Present Value-Verfahren (APV). Sämtliche Verfahren führen bei identischen Prämissen zu gleichen Unternehmenswerten.

Das Ertragswertverfahren und das Flow to Equity-Verfahren stellen sogenannte Netto-Verfahren dar, die den Wert des Eigenkapitals direkt ermitteln (Equity-Ansatz). Demgegenüber ermittelt das WACC-Verfahren in einem ersten Schritt den Gesamtunternehmenswert einschließlich des Werts der Schulden durch Diskontierung der Cash Flows vor Zinsen mit gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (weighted average cost of capital, abgekürzt „WACC“) und subtrahiert in einem zweiten Schritt den Wert der Netto-Finanzverbindlichkeiten von diesem Wert, um zu dem Wert des Eigenkapitals zu gelangen.

2.1 Bewertungsverfahren

Das Ertragswertverfahren auf Basis des Tax-CAPM ist unangefochten das führende Verfahren bei Unternehmensbewertungen anlässlich aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen. Für Bewertungsstichtage im Zeitraum von 2010 bis 2022 kam es in 88% der Fälle ausschließlich zum Einsatz.

Bewertungsverfahren (Anzahl bzw. Anteil)



2.2 Abfindung gemäß Bewertungsverfahren oder zum Börsenkurs

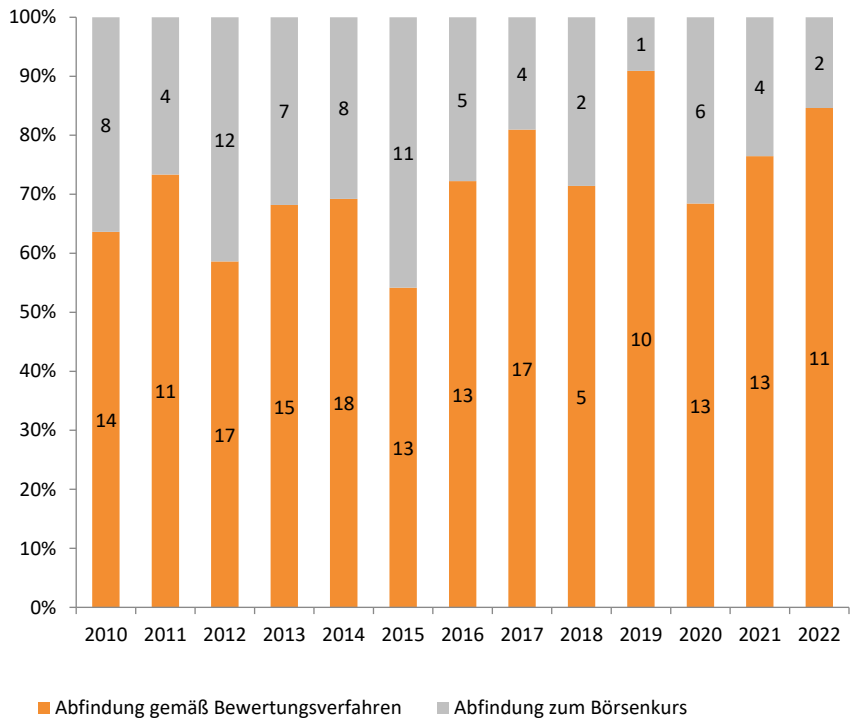
In 70% der Fälle in den Jahren 2010 bis 2022 war der ermittelte Unternehmenswert Grundlage der Bemessung der Barabfindung. Die Gründe hierfür sind neben einer mangelnden Börsennotierung, dass der ermittelte Wert höher als der Börsenkurs war oder der Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelte.

Im Jahr 2022 war nur in zwei Fällen der der Börsenkurs höher als der Ertragswert je Aktie, und zwar bei der GxP German Properties AG und der AGROB Immobilien AG.

FÄLLE IM JAHR 2022- ABFINDUNG ZUM BÖRSENKURS

Unternehmen	Stichtag	Anlass
GxP German Properties AG	08.06.2022	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
AGROB Immobilien AG	30.08.2022	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

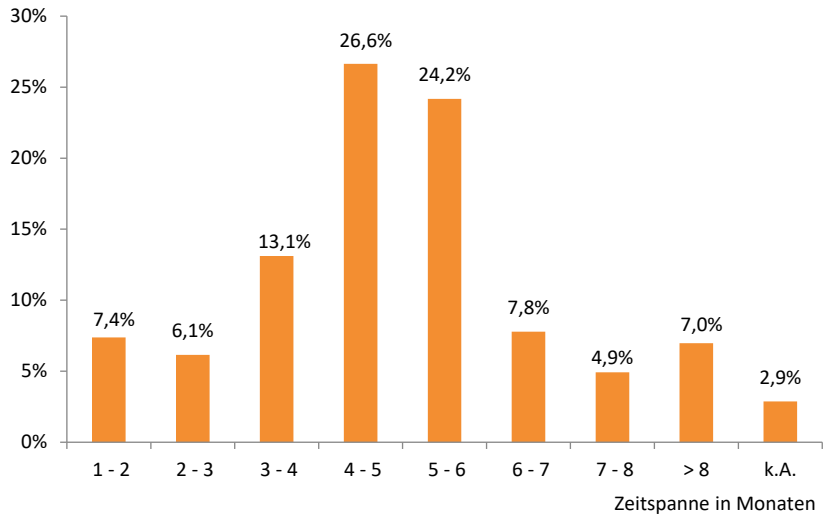


2.3 Zeitraum zwischen Ankündigung und Bewertungsstichtag

Die Zeitspanne zwischen der Ankündigung der Maßnahme und dem Bewertungsstichtag, d.h. dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, beträgt durchschnittlich 5,3 Monate mit einem Minimum von 1,2 und einem Maximum von 54,1 Monaten. In letzterem Fall wurde eine Hochrechnung des als Untergrenze der Abfindung heranzuziehenden Börsenkurses vorgenommen. In der Mehrzahl der Fälle erfolgte die Ankündigung in einem Zeitraum von drei bis sechs Monaten vor dem Bewertungsstichtag. In sieben Gutachten bzw. 2,9% der Strukturmaßnahmen war der Ankündigungstag nicht ermittelbar.

Im Jahr 2022 lag der Mittelwert des Zeitraums zwischen Ankündigung und Bewertungsstichtag bei 6,7 Monaten.

Zeitspanne in Monaten zwischen Bewertungsstichtag und Ankündigungstag



3. Ausschüttungsfähiges Ergebnis

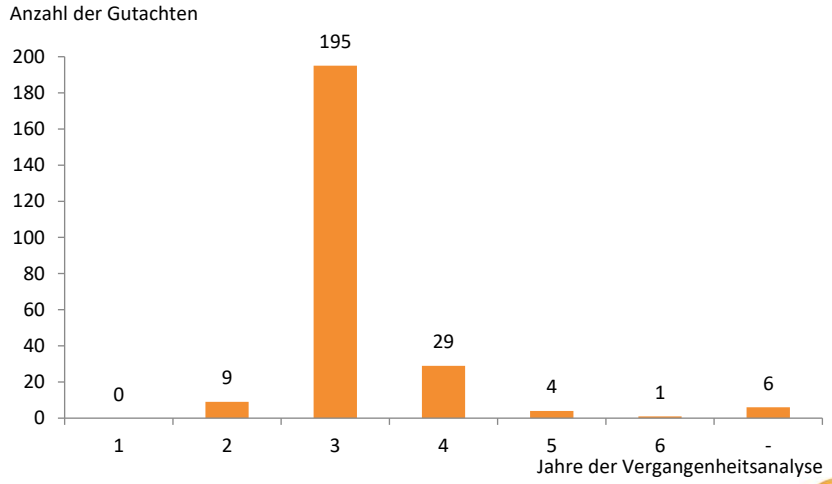
3.1 Vergangenheitsanalyse

Zweck der Vergangenheitsanalyse ist es, einen geeigneten Vergleichsmaßstab für die Beurteilung der Planung zu finden. Um die Vergleichbarkeit herzustellen, werden Bereinigungen außerordentlicher oder periodenfremder Ergebnisse oder im Hinblick auf Veränderungen der Konzernstruktur (Kauf oder Verkauf von Beteiligungen) vorgenommen. Die Vergangenheitsergebnisse sind in einem angemessenen Detaillierungsgrad darzustellen und zu erläutern. Mit zunehmendem Abstand vom Bewertungsstichtag sinkt die Relevanz der Vergangenheitsergebnisse.

In rund 80% der Fälle wurden die Vergangenheitsergebnisse eines Dreijahreszeitraums analysiert und in rund 12% der Fälle eines Zeitraums von 4 Jahren.

Im Jahr 2022 wurden – mit Ausnahme zweier Fälle mit einer Vergangenheitsanalyse von vier Jahren – ausschließlich Dreijahreszeiträume betrachtet.

Jahre Vergangenheitsanalyse



3.2 Planungsrechnung

Eine realistische, aktuelle Planungsrechnung ist die Basis jeder Unternehmensbewertung. Nach IDW S 1 i.d.F. 2008 Tz. 90 ff. soll die der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Planung Erwartungswerte abbilden und Risiken und Chancen gleich gewichten, also weder optimistisch noch pessimistisch sein.

Der IDW Praxishinweis 2/2017 gibt Empfehlungen zur Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion. Die regelmäßig in den Unternehmen aufgestellten Planungen haben zum einen eine Steuerungsfunktion, zum anderen können sie Zielkomponenten enthalten. In diesem Fall entspricht die Planung nicht dem erwarteten Ist-, sondern dem Sollzustand, der dem Management als Ziel vorgegeben wird. Überholte, zu pessimistische, zu optimistische oder technisch fehlerhafte Planungsrechnungen sind von dem Gutachter so anzupassen, dass sie Erwartungswerte wiedergeben.

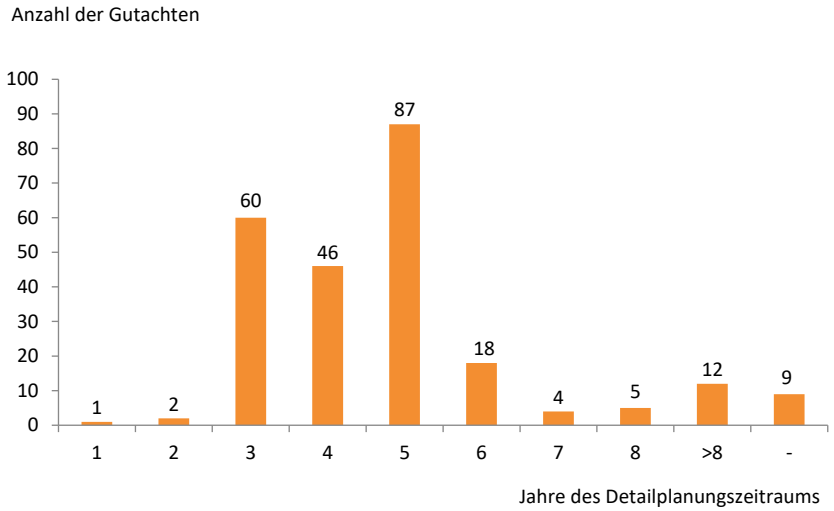
Die Prognose der finanziellen Überschüsse beinhaltet umso mehr Unwägbarkeiten, je weiter diese ausgehend vom Bewertungsstichtag in der Zukunft liegen. Für die Länge des Planungshorizonts existieren keine festen Vorgaben. Der Planungshorizont soll so lang sein, dass die erkennbaren, eingeleiteten Entwicklungen abgeschlossen sind und das Unternehmen einen Gleichgewichtszustand erreicht hat. Für diesen Zweck kann es sinnvoll sein, eine sog. Konvergenzphase (auch Übergangs-/Grobplanungsphase) nach der Detailplanungsphase zu berücksichtigen.

3.2.1 Detailplanungszeitraum

In rund 79% der Gutachten wird ein Detailplanungshorizont von drei bis fünf Jahren zugrunde gelegt. Nur rd. 1,2% der Gutachten aus den Jahren 2010 bis 2022 zeigen einen kürzeren Planungszeitraum. Signifikant längere Planungszeiträume betreffen meist Infrastrukturinvestitionen, Immobiliengesellschaften sowie Solar-Unternehmen oder Lebensversicherungen.

In 2022 wurden in drei Fällen Detailplanungszeiträume von drei Jahren beobachtet. Düe übrigen verwendeten Detailplanungszeiträume berücksichtigen bis zu dreizehn Jahre. In zwei Fällen war keine Zeitraumangabe erforderlich, da als Wert der Liquidationswert genutzt wurde. Tendenziell ist damit ein etwas längerer Detailplanungszeitraum als im Durchschnitt der letzten Jahre zu beobachten.

Jahre Detailplanungszeitraum



3.2.2 Konvergenz-/Übergangs- oder Grobplanungsphase

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse kann in einen Detailplanungszeitraum, ggf. erweitert um eine Konvergenz-/Übergangs- bzw. Grobplanungsphase sowie eine sich daran anschließende „ewige Rente“ - mit nachhaltigen, mit einer konstanten Wachstumsrate ansteigenden Ergebnissen - unterteilt werden.

Der österreichische Bewertungsstandard KFS/BW1 (2014) sieht eine Grobplanungsphase als Übergangsphase in die ewige Rente vor. Diese dient dazu, Investitions- und Produktlebenszyklen, überdurchschnittliche Wachstumsraten und Renditen sowie Steuer- und Sondereffekte abzubilden.

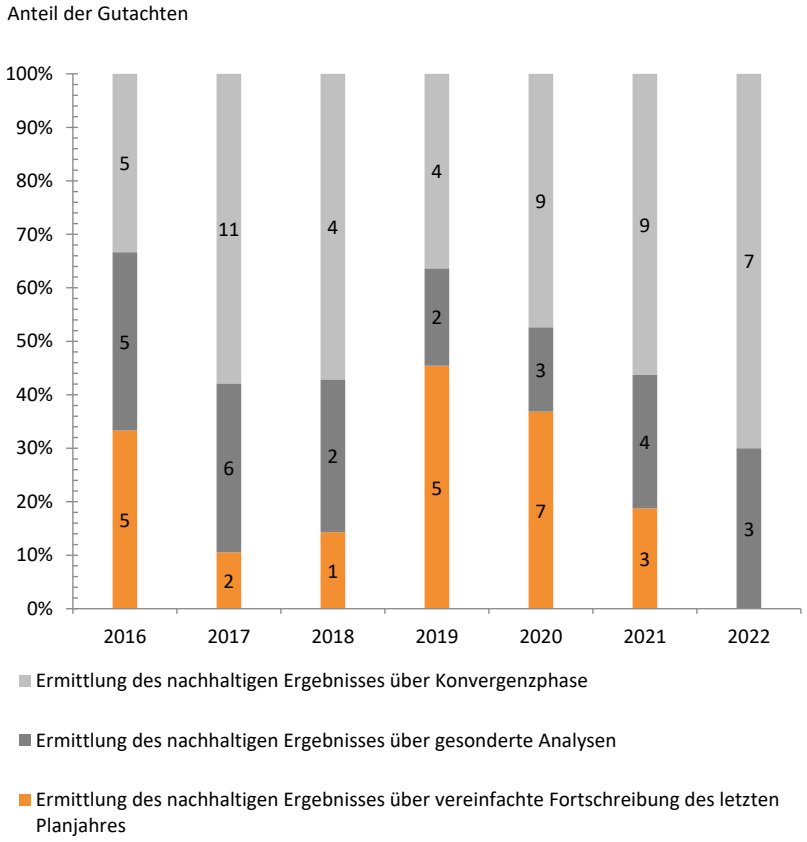
IDW PH 2/2017 sieht gleichermaßen das Erfordernis einer Übergangsphase, wenn der Gleichgewichtszustand am Ende der Detailplanungsphase noch nicht erreicht ist. Zudem soll die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbständig hergeleitet werden.

Die Bewertungspraxis der jüngeren Vergangenheit ist durch eine Tendenz zur stärkeren Nutzung von Grobplanungs-/Konvergenzphasen zur Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisniveaus sowie durch die Ableitung von nachhaltigen Margen auf Basis von gesonderten Analysen geprägt. Der Anteil der Gutachten, in denen die nachhaltigen Ergebnisse unmittelbar als vereinfachte Fortschreibung des letzten Planjahres abgeleitet werden, hat sich in den vergangenen Jahren stetig reduziert. Im Jahr 2022 wurde diese Methode in keiner der Strukturmaßnahmen genutzt.

Mit 70% der relevanten Bewertungen im Jahr 2022 wurde erneut bei einem hohen Anteil der Gutachten eine Grobplanungsphase zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses ermittelt.

In den analysierten Fällen des Jahres 2022 war bei der Bewertung der Verallia Deutschland AG (Konvergenzphase bis 2034) die längste Konvergenzphase zu beobachten.

Planungsfortschreibung und Ableitung nachhaltiges Ergebnis



3.3 Ergebniswachstum in der Planung

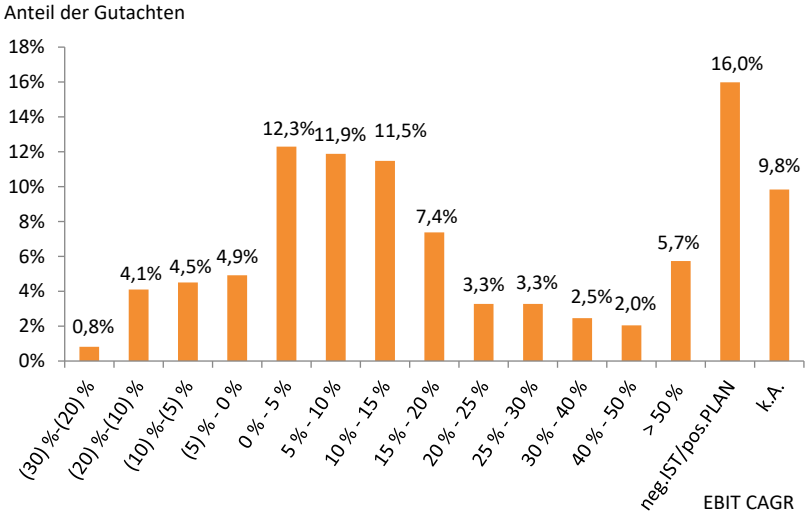
Das in der Detailplanungsphase geplante durchschnittliche jährliche Ergebniswachstum (CAGR) haben wir durch Vergleich des bereinigten EBIT des letzten Ist-Jahres mit dem des letzten Detailplanungsjahres ermittelt.

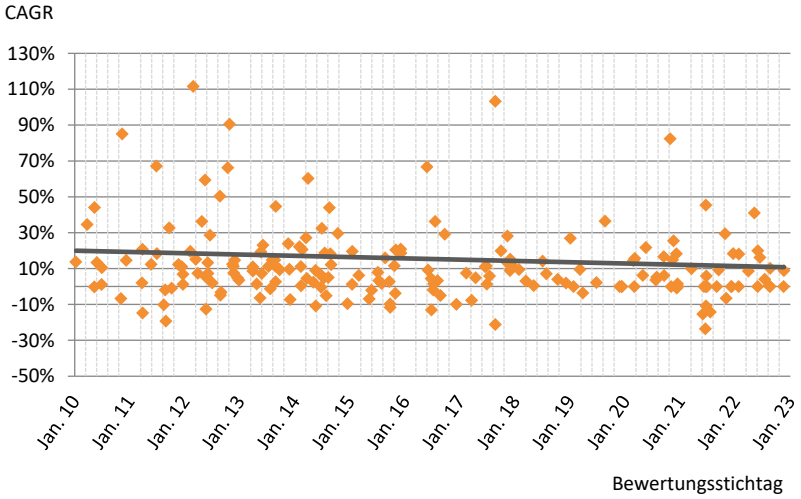
Im Vergleich zum Vorjahr weisen die untersuchten Fälle des Jahres 2022 ein erhöhtes erwartetes Wachstum auf. Während das durchschnittliche prognostizierte Wachstum im Jahr 2021 ein CAGR von 4,4% aufwies, stieg dieser im Jahr 2022 deutlich auf durchschnittlich 14,2% an. Es ist zu vermuten, dass diese Entwicklung unter anderem auf die geringere Unsicherheit in Bezug auf die Corona-Pandemie zurückzuführen ist. In 2022 war in keinem der Fälle ein negativer CAGR erwartet worden.

Der arithmetische Durchschnitt des jährlichen prognostizierten Ergebniswachstums in Höhe von 17,2% über alle auswertbaren Planungen ist im Vergleich zu den Auswertungen im vorangegangenen Jahr weitgehend konstant geblieben. Der Median über alle auswertbaren Bewertungsfälle beträgt unverändert zum Vorjahr rund 9,5%.

Die höchsten erwarteten jährlichen Steigerungsraten ergaben sich für die von uns analysierten Strukturmaßnahmen im Jahr 2022 bei der KUKA AG mit jährlich rund 41% und der Deutsche Industrie Grundbesitz AG mit jährlich rund 20%. Für beide Unternehmen wurde eine anschließende Konvergenzphase berücksichtigt.

Durchschnittliche Wachstumsrate in der Unternehmensplanung ausgehend vom letzten bereinigten Ist-EBIT





3.4 Wachstumsrate

Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz

Der vom Kapitalisierungszinssatz abgezogene Wachstumsabschlag im Nenner des Barwertkalküls dient der Abbildung künftiger Steigerungen der nachhaltigen finanziellen Überschüsse im Zähler des Barwertkalküls.

Neben dem in der Wachstumsrate abgebildeten künftigen Wachstum kann ein sogenanntes thesaurierungsbedingtes Wachstum angesetzt werden. Dabei wird angenommen, dass auch nachhaltig ein Teil der Ergebnisse thesauriert und im Unternehmen wieder angelegt wird.

Unter der Annahme, dass die Rendite der thesaurierten Mittel dem Kapitalisierungszinssatz entspricht, ist die Thesaurierung grundsätzlich wertneutral. In der Praxis ergibt sich jedoch aufgrund des separaten Abzugs der persönlichen Steuern von dem Wertbeitrag aus Thesaurierung ohne Rückkopplung zu den impliziten durchschnittlichen Annahmen der berücksichtigten Kapitalkostenparameter in aller Regel ein werterhöhender Effekt im Vergleich zu einer Ausschüttung, da bei Thesaurierungen in aller Regel ein geringerer persönlicher Steuersatz zugrunde gelegt wird.

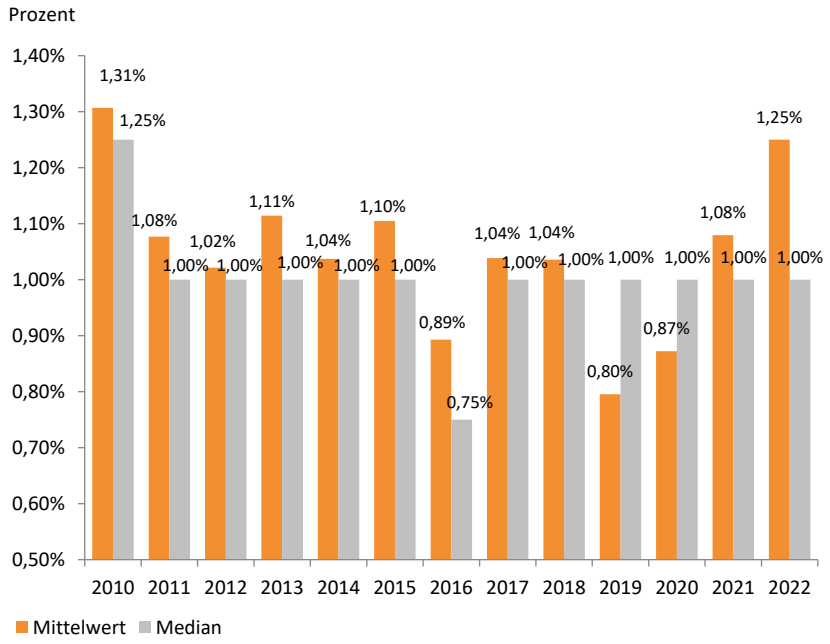
Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Ausschüttung oder Realisation eines Veräußerungsgewinns aus dem Verkauf von Aktien deutlich später erfolgt als die Thesaurierung. In diesem Fall fällt die Einkommensteuer später an und der Barwert der Steuerbelastung ist geringer als bei sofortiger Ausschüttung der Ergebnisse.

Bei der Auswertung der nachhaltigen Wachstumsrate sind wir von den Wachstumsraten vor etwaigem Abzug einer (bewertungstechnisch im Wachstumsabschlag berücksichtigten) Kursgewinnsteuer ausgegangen.

Fast alle Gutachten, bei denen die Wertableitung auf Basis des Ertragswertverfahrens oder eines DCF-Verfahrens erfolgte, enthielten Angaben zur Wachstumsrate. Der Median der Wachstumsraten des nachhaltigen Ergebnisses ist seit dem Tiefpunkt in 2016 in den folgenden Jahren konstant bei 1,0% geblieben.

Im Jahr 2022 war im Vergleich zu den Vorjahren ein Anstieg der durchschnittlichen Wachstumsrate zu beobachten. Die erhöhten Wachstumsraten betreffen in zwei der fünf Fälle Immobilienunternehmen (AGROB Immobilien AG 1,5% und Deutsche Industrie Grundbesitz AG 2,0%) mit teilweise indexierten Mietverträgen.

Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses



WACHSTUMSRATEN IM JAHR 2022

Unternehmen	Wachstum	Unternehmen	Wachstum
FPB Holding Aktiengesellschaft	k.A.	BV Holding AG	1,0%
Schaltbau Holding AG	1,0%	Verallia Deutschland AG	1,0%
SinnerSchrader AG	1,5%	cash.life AG	k.A.
KUKA AG	1,5%	AGROB Immobilien AG	1,5%
GxP German Properties AG	1,0%	Tin International AG	k.A.
Deutsche Industrie Grundbesitz AG	2,0%	ADVA SE	1,3%
MyHammer Holding AG	1,0%		

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Wachstumsrate (2/2)

Die Streubreite der Wachstumsraten ist verhältnismäßig gering. In 120 Fällen (54%) der relevanten Bewertungen nach dem Ertragswertverfahren und/oder DCF-Verfahren) wurde die Wachstumsrate genau mit 1,0% angesetzt.

Die weit überwiegende Zahl der Gutachten unterstellt zur Finanzierung des nachhaltigen Ergebniswachstums auch steigendes Eigen- oder Fremdkapital.

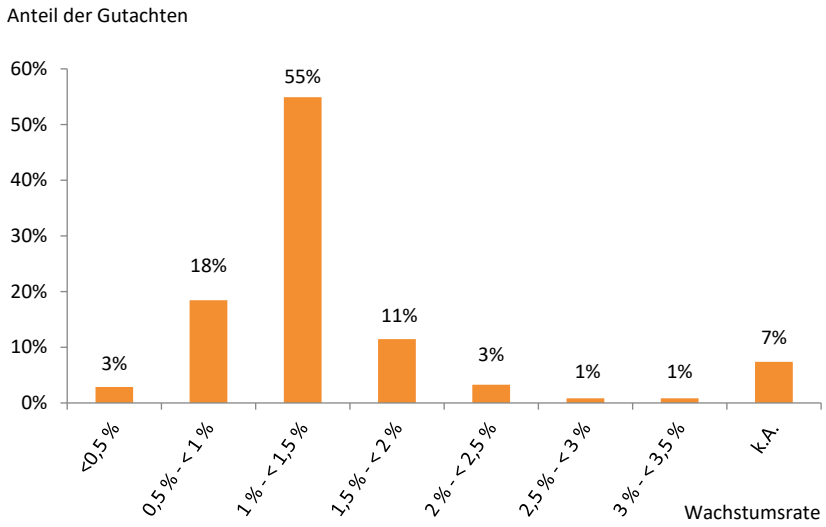
Bezüglich der wachstumsbedingten Kapitalanpassungen lassen sich zwei Vorgehensweisen unterscheiden, die zu gleichen Ergebnissen führen können. In 70% aller Gutachten wurden nachhaltige Abschreibungen und eine wachstumsbedingte Thesaurierung angesetzt, die das erforderliche Wachstum des Eigenkapitals bei Ansatz einer Wachstumsrate der nachhaltigen Ergebnisse abbildet.

In 6% der Gutachten wurde anstelle der Abschreibungen eine (höhere) Re-Investitionsrate angesetzt, die grundsätzlich das nachhaltig erforderliche Wachstum sowohl des eigen- als auch des fremdfinanzierten Vermögens berücksichtigt.

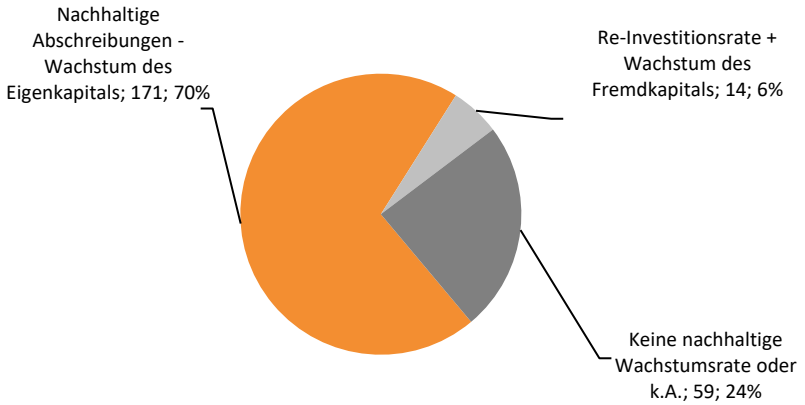
In diesen Fällen werden die zu kapitalisierenden Ergebnisse um den verzinslichen fremdfinanzierten Teil der Netto-Investitionen erhöht, soweit die Planung Fremdkapital enthält. In den Gutachten wird dies häufig als „Veränderung der Nettofinanzverbindlichkeiten zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote“ bezeichnet.

Im Jahr 2022 wurde in sämtlichen Fällen – mit Ausnahme der Fälle, bei denen der Liquidationswert ermittelt wurde – eine Thesaurierung für nachhaltige wachstumsbedingte Bilanzveränderungen unterstellt.

Wachstumsrate nachhaltiges EBIT



Nachhaltige Abschreibungen oder Re-Investitionsrate



3.5 Ausschüttungsquoten

Wertrelevanz von Ausschüttungsquoten

Von dem unterstellten Ausschüttungsverhalten des Unternehmens geht ein Einfluss auf den Unternehmenswert aus, da i.d.R. angenommen wird, dass thesaurierungsbedingte Wertsteigerungen erst in ferner Zukunft zu Abgeltungsteuern beim Verkauf von Anteilen führen, während Ausschüttungen sofort besteuert werden.

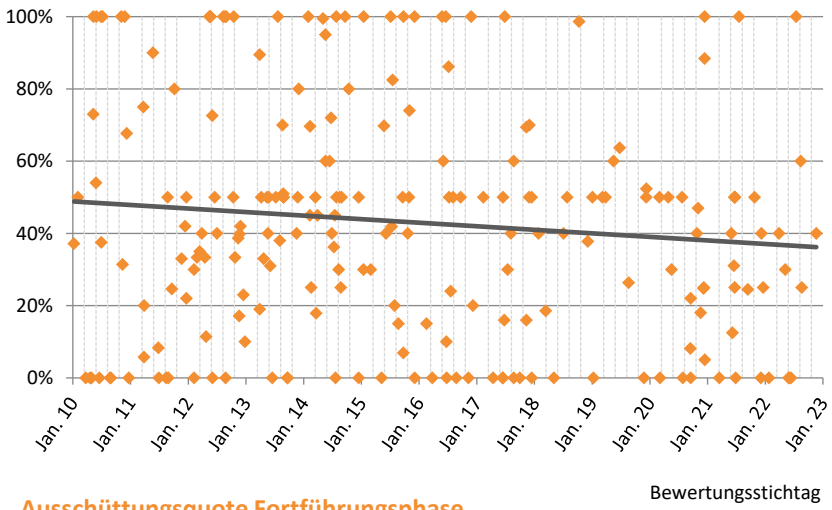
Für thesaurierte Ergebnisse wird zur Berücksichtigung des Barwerteffekts i.d.R. nur die halbe Abgeltungsteuer angesetzt. Thesaurierungen führen wegen des Steuerstundungseffekts folglich zu höheren Unternehmenswerten als Ausschüttungen.

Die durchschnittlichen Ausschüttungsquoten im **Detailplanungszeitraum** richten sich im Allgemeinen nach der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik unter Berücksichtigung finanzieller und rechtlicher Restriktionen, die sich möglicherweise aus der Unternehmensplanung ergeben. Sie weisen vor diesem Hintergrund eine breite Streuung auf. Der Mittelwert beträgt 43% und der Median 40%. Ein eindeutiger Trend ist nicht erkennbar, wie nebenstehende Grafik verdeutlicht.

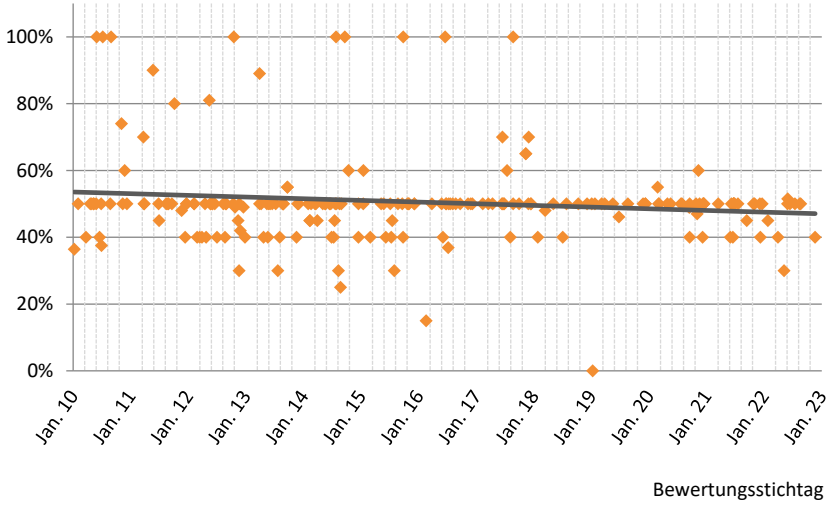
Die Streuung der Ausschüttungsquote ist in der **Fortführungsphase** mit einem Mittelwert von 51% und einem Median von 50% wesentlich geringer. Die Ausschüttung in der Fortführungsphase wird unterschiedlich abgeleitet, z.B. aus den durchschnittlichen Ausschüttungsquoten von Branchen- oder Peer Group-Unternehmen oder des Unternehmens selbst.

In 2022 wurde als nachhaltiges Ausschüttungsverhalten in allen relevanten Fällen eine Ausschüttungsquote zwischen 30% und 52% und im arithmetischen Mittel von rund 46% angenommen.

Ausschüttungsquote Detailplanungsphase



Ausschüttungsquote Fortführungsphase



4. Kapitalisierungszinssatz

Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

Der Kapitalisierungszinssatz stellt die Alternativrendite eines Investors dar, die er von der Investition in eine – dem Bewertungsobjekt entsprechende – Alternativanlage fordert bzw. die er bei entsprechender Investition erwarten kann. Der Kapitalisierungszinssatz wird unterteilt in einen Basiszinssatz und einen Risikozuschlag und soll hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung mit dem Bewertungsobjekt äquivalent sein.

4.1 Basiszinssatz

Basiszinssatz im Rahmen des CAPM

Im Rahmen des Capital Asset Pricing Models (CAPM) stellt der Basiszinssatz einen risikofreien Zinssatz dar, zu dem zu jeder Zeit und in unbegrenzter Menge investiert werden kann. Vor dem Hintergrund, dass in der Praxis keine risikofreien Zinssätze zu beobachten sind, wird grundsätzlich auf die aus Sicht des Anteilseigners (quasi-) risikofreie Anlage in öffentliche Anleihen abgestellt. Dabei ist insbesondere die Laufzeitäquivalenz zwischen Basiszinssatz und den zu kapitalisierenden Ergebnissen zu berücksichtigen.

Der durchschnittliche Basiszinssatz hat sich während des 11-jährigen Betrachtungszeitraums bis 2020 nahezu stetig verringert. Im Jahr 2021 kam es im Vergleich zum Vorjahr zu einer leichten Erhöhung. Ab dem Jahr 2022 zeigt sich ein deutlicher Anstieg der Basiszinssätze.

Die Streubreite der verwendeten Basiszinssätze im Jahr 2022 ist hoch. So wurde zu Beginn des Jahres 2022 noch ein Basiszinssatz von 0,1% verwendet, ab der zweiten Hälfte des Jahres 2022 bereits ein Basiszinssatz in Höhe von 1,25% und im November 2022 ein Basiszinssatz von 1,50%.

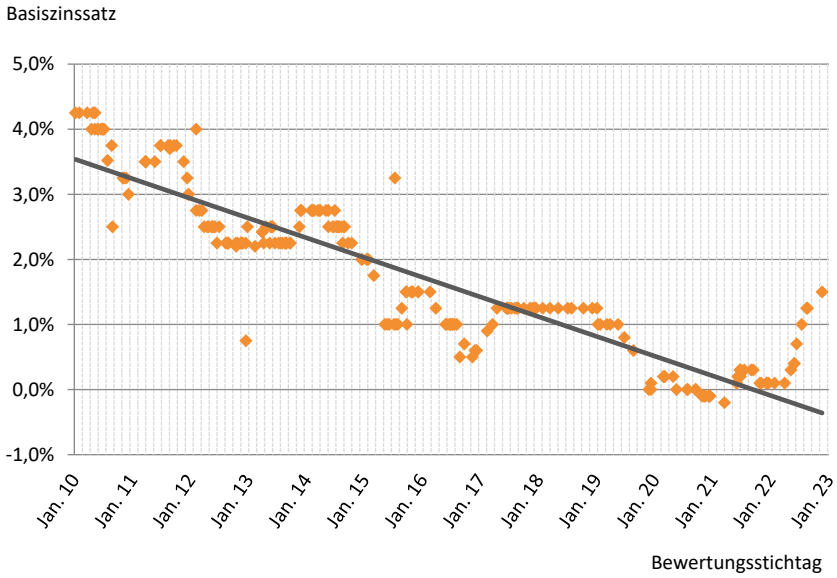
Die Streuung der Basiszinssätze und die Entwicklung der durchschnittlichen Basiszinssätze vor persönlichen Steuern im Zeitraum 2010 bis 2022 zeigen die Grafik sowie die Tabelle zur Rechten.

DURCHSCHNITTLICHE BASISZINSSÄTZE VOR PERSÖNLICHEN STEUERN

Zeitraum	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1. Quartal	4,25%	3,50%	2,95%	2,35%	2,75%	2,10%	1,38%	0,95%	1,25%	1,06%	0,20%	-0,20%	0,10%
2. Quartal	4,06%	3,63%	2,47%	2,39%	2,63%	1,00%	1,00%	1,25%	1,25%	1,00%	0,10%	0,20%	0,38%
3. Quartal	3,44%	3,74%	2,29%	2,25%	2,48%	1,44%	0,87%	1,25%	1,25%	0,70%	0,00%	0,28%	1,17%
4. Quartal	3,19%	3,30%	2,12%	2,67%	2,08%	1,50%	0,57%	1,25%	1,25%	0,03%	-0,07%	0,10%	1,50%
Jahres-Ø	3,79%	3,53%	2,39%	2,37%	2,52%	1,55%	0,92%	1,22%	1,25%	0,70%	-0,01%	0,17%	0,70%
Jahres-Median	4,00%	3,50%	2,25%	2,25%	2,50%	1,50%	1,00%	1,25%	1,25%	1,00%	0,00%	0,20%	0,40%

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Streuung der Basiszinssätze im Zeitablauf



4.2 Marktrisikoprämie

Marktrisikoprämie im Rahmen des CAPM

Im Rahmen des CAPM ist die Marktrisikoprämie die zukünftig von allen Marktteilnehmern einheitlich erwartete durchschnittliche Risikoprämie. Die Marktrisikoprämie wird aus der Differenz der Marktrendite und der Verzinsung der risikofreien Anlage bei Investition in das Marktportfolio abgeleitet.

Das Marktportfolio selbst umfasst wiederum unter den engen Prämissen des CAPM sämtliche risikobehafteten Anlageformen. Bei Anwendung des Tax-CAPM unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Anteilseigner entspricht die Marktrisikoprämie der Differenz der Renditen nach persönlichen Steuern.

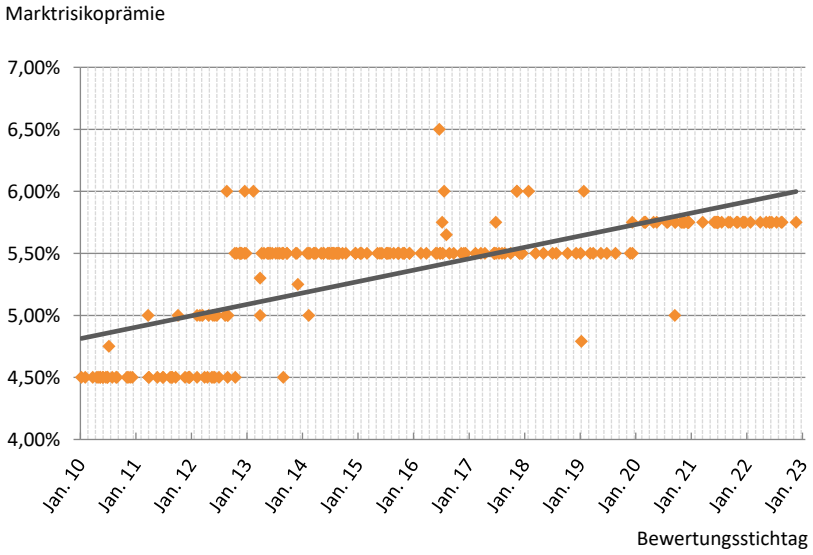
Ermittlung der Höhe der Marktrisikoprämie in der Praxis

Zur Schätzung der Marktrisikoprämie aus historischen Renditedifferenzen wird in der Bewertungspraxis als Proxy („Stellvertreter“) für das Marktportfolio unter Verwendung historischer Renditen meist auf einen Aktienindex zurückgegriffen. Zur Ermittlung des durchschnittlichen risikofreien Zinssatzes werden regelmäßig historische Renditen öffentlicher Anleihen verwendet. Die historische Marktrisikoprämie ergibt sich dann aus der Differenz der durchschnittlichen Marktrendite (der Aktien) und des durchschnittlichen risikofreien Zinssatzes und stellt nicht die vom Kapitalmarkt geforderte, sondern die tatsächlich realisierte Renditedifferenz dar.

Die implizite Marktrisikoprämie wird unter Anwendung eines Ertragswert- oder DCF-Modells aus aktuellen Börsenkapitalisierungen und Ergebnis- oder Cash Flow-Erwartungen abgeleitet. Ausgehend von den Ergebnisprognosen von Analysten für ein Unternehmen, dem Basiszinssatz zum jeweiligen Beobachtungszeitpunkt und dem – das unternehmensspezifische Risiko abbildendenden – Betafaktor wird diejenige (implizite) Marktrisikoprämie ermittelt, bei der der errechnete Unternehmenswert der Börsenkapitalisierung des Unternehmens entspricht. Wird diese Berechnung für eine das Marktportfolio repräsentierende Auswahl von Unternehmen durchgeführt, lässt sich ohne Rückgriff auf lange Zeitreihen von historischen Daten eine vom Kapitalmarkt geforderte Marktrisikoprämie zu einem bestimmten Zeitpunkt ermitteln.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung und Streuung der angesetzten Marktrisikoprämien nach persönlichen Steuern der Anteilseigner im Zeitablauf.

Streuung der Marktrisikoprämie im Zeitablauf



Die Marktrisikoprämie wurde in sämtlichen relevanten Fällen des Jahres 2022 mit 5,75% nach persönlichen Steuern angesetzt. Dies ist bemerkenswert, da im gleichen Zeitraum ein deutlicher Anstieg des Basiszinssatzes beobachtet werden konnte.

Marktrisikoprämie (2/2)

Durchschnittliche Marktrisikoprämien unter Berücksichtigung von persönlichen Steuern

Ein Anstieg der von den Gutachtern verwendeten Marktrisikoprämie ist ab dem Jahr 2012 erkennbar, besonders deutlich im 4. Quartal 2012. Offensichtlich steht dies in Zusammenhang mit der Veröffentlichung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) vom 10. Januar 2012, in der der FAUB die Prüfung nahe legte, ob die Unsicherheit am Kapitalmarkt den Ansatz einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der empfohlenen Bandbreite von 4,0% bis 5,0% nach persönlichen Steuern erfordere.

Am 19. September 2012 empfahl der FAUB eine weitere Erhöhung auf eine Bandbreite von 5,0% bis 6,0% nach persönlichen Steuern. Dem folgend wurde in 84% der Bewertungen im Zeitraum 2013 bis 2019 die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 5,5% angesetzt.

Seit Juni 2016 sind in zehn Fällen höhere Marktrisikoprämien von bis zu 6,5% zu beobachten. In 2017 wurde in einem Gutachten die Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75% und bei zwei vergleichenden Bewertungen zur Ermittlung einer Abfindung in Aktien des herrschenden Unternehmens nach § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG in Höhe von 6,0% angesetzt. Im Jahr 2018 wurde in einem Fall die Marktrisikoprämie in zwei Varianten mit 5,5% und 6,0% bemessen.

In einem Fall mit Bewertungsstichtag am 31. Januar 2019 haben Bewertungsgutachter und Prüfer unter Verweis auf die wirtschaftliche Situation des Bewertungsobjekts sowie das Niedrigzinsniveau die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern am oberen Ende der Bandbreite mit 6,0% angesetzt. In einem Fall mit Bewertungsstichtag am 16. Januar 2019 hingegen setzte ein anderer Gutachter unter Verweis auf die Rechtsprechung des zuständigen Landgerichts und den werterhöhenden Effekt die Marktrisikoprämie mit 4,79% nach persönlichen Steuern an.

Mit Veröffentlichungsdatum vom 25. Oktober 2019 hat der FAUB vor dem Hintergrund aktueller Kapitalmarktverhältnisse, insbesondere bzgl. des gesunkenen Basiszinsniveaus, die empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0% bis 8,0% angehoben und die Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von 5,0% - 6,5% angepasst.

An dieser Empfehlung hat der FAUB festgehalten (vgl. fachliche Hinweise des FAUB vom 25. März 2020). Dementsprechend berücksichtigen sämtliche relevanten Bewertungen des Jahres 2022 eine Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern, was der Mitte der empfohlenen Bandbreite entspricht.

DURCHSCHNITTLICHE MARKTRISIKOPRÄMIE NACH PERSÖNLICHEN STEUERN

Zeitraum	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1. Quartal	4,50%	4,67%	4,80%	5,43%	5,40%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,45%	5,75%	5,75%	5,75%
2. Quartal	4,50%	4,50%	4,75%	5,50%	5,50%	5,50%	5,70%	5,55%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%
3. Quartal	4,56%	4,50%	5,00%	5,39%	5,50%	5,50%	5,65%	5,50%	5,50%	5,50%	5,60%	5,75%	5,75%
4. Quartal	4,50%	4,60%	5,45%	5,42%	5,50%	5,50%	5,50%	5,64%	5,50%	5,58%	5,75%	5,75%	5,75%
Jahres-Ø	4,51%	4,57%	5,05%	5,43%	5,48%	5,50%	5,62%	5,57%	5,57%	5,50%	5,71%	5,75%	5,75%
Jahres-Median	4,50%	4,50%	5,00%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Obwohl die durchschnittliche Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 4,50% in 2010 um 1,25% auf 5,75% ab 2021 anstieg, ging die Summe aus Basiszinssatz und Marktrisikoprämie (jeweils nach persönlichen Steuern) zwischen dem ersten Quartal 2010 und dem letzten Quartal 2021 insgesamt von 7,63% um 0,77%-Punkte auf 6,85% zurück.

4.3 Betafaktor

Der Betafaktor im Rahmen des CAPM

Der Betafaktor stellt im Rahmen der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes auf Basis des CAPM neben der Marktrisikoprämie den zweiten Parameter zur Berücksichtigung des systematischen Risikos einer Anlageform dar. Die Höhe des Betafaktors reflektiert das Ausmaß des systematischen oder auch unternehmensspezifischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Nur dieser Teil des Risikos ist im Rahmen des CAPM relevant.

Interpretation des Betafaktors

Die Multiplikation der Marktrisikoprämie mit dem Betafaktor ergibt den Risikozuschlag. Je höher der Betafaktor, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger für das Unternehmen.

Mathematische Definition und Herleitung des Betafaktors

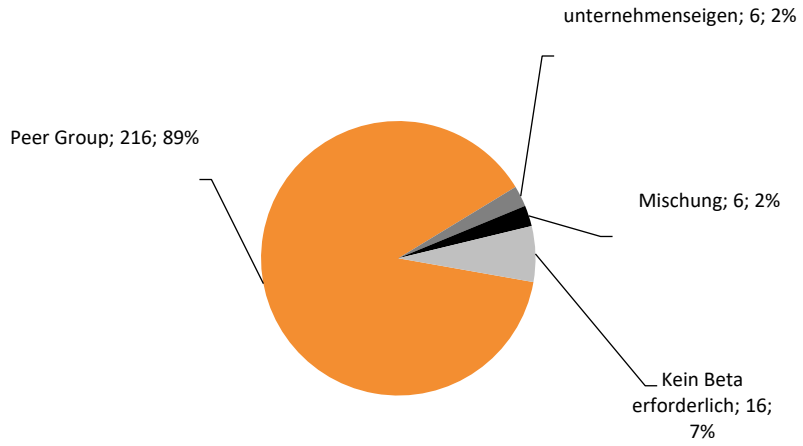
Der Betafaktor eines börsennotierten Unternehmens ergibt sich als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des börsennotierten Unternehmens und der Rendite eines Aktienindexes, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindexes. Betafaktoren können durch eine lineare Regressionsanalyse der Aktienkurs- und Aktienindexrenditen berechnet werden. Die Betafaktoren entsprechen dann dem Steigungsparameter der Regressionsgleichung.

4.3.1 Peer Group-Betafaktor oder Betafaktor des Bewertungsobjekts

In 89% der Gutachten mit einer Ertragswert- oder DCF-Wert-Ermittlung wird der Mittelwert oder der Median der Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen angesetzt. Nur 2% der Gutachter verwendeten den Betafaktor des Bewertungsobjekts und 2% eine Mischung/Sonstiges. Bei fünf der als „Mischung" eingestuften Bewertungen haben die Bewerter keine Mittelwertbildung zwischen dem unternehmenseigenen und dem Peer Group-Betafaktor vorgenommen, sondern gutachterlich einen Betafaktor festgelegt und dabei sowohl den unternehmenseigenen als auch den Peer Group-Betafaktor einbezogen. Bei drei Bewertungen lag der eigene Betafaktor deutlich unter dem durchschnittlichen Peer Group-Betafaktor (Douglas Holding AG, Comdirect Bank AG, ADVA SE). Bei zwei Bewertungen (TLG Immobilien AG, Deutsche Industrie Grundbesitz AG) entsprach der eigene Betafaktor nahezu exakt dem durchschnittlichen Peer Group-Betafaktor.

In acht Bewertungsfällen des Jahres 2022 wurde der Betafaktor auf Basis von Vergleichsunternehmen (Peer Groups) abgeleitet, in zwei Fällen wurde auf eine Mischung zurückgegriffen. Für drei Fälle wurde kein Betafaktor ermittelt, da der Liquidationswert verwendet wurde.

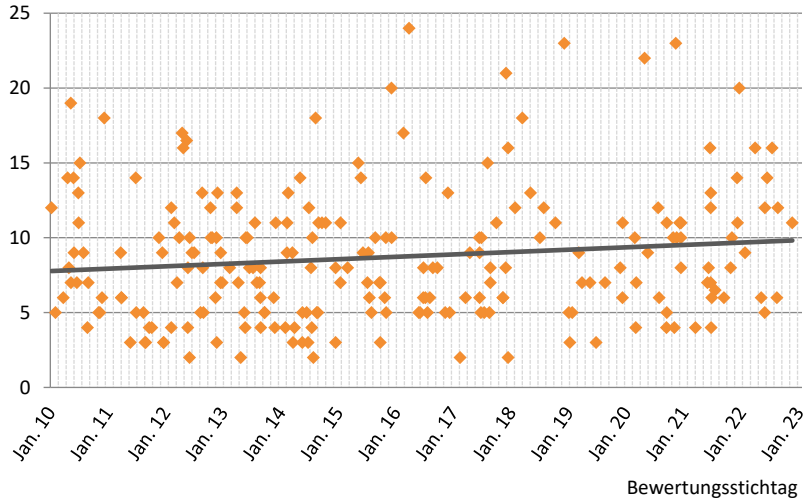
Vorgehensweise zur Betafaktorermittlung (Anzahl bzw. Anteil)



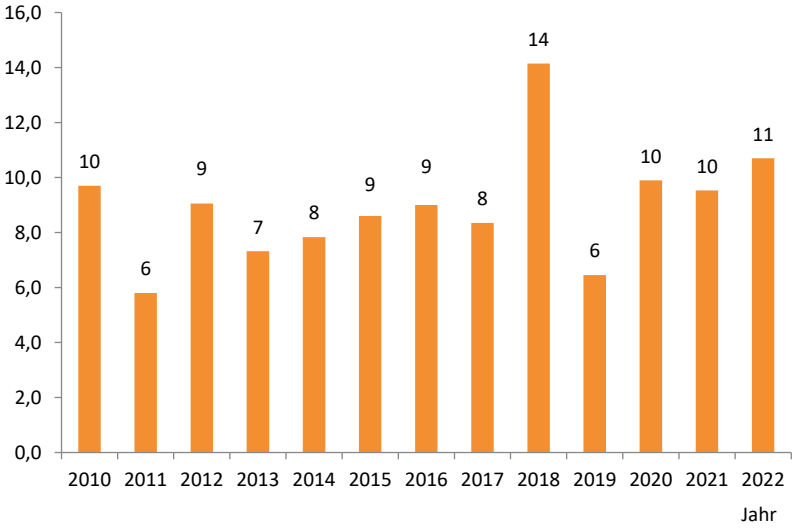
4.3.2 Zahl der Peer Group-Unternehmen

Die Anzahl der Peer Group-Unternehmen weist eine deutliche Streuung von 2 bis 24 Unternehmen auf, wie nachstehende Grafik zeigt. Im Durchschnitt werden die Betafaktoren von rund 8,7 Peer Group-Unternehmen herangezogen.

Anzahl der Peer Group Unternehmen



Durchschnittliche Anzahl der Peer-Unternehmen



4.3.3 Referenzindex

Referenzindex

Der Referenzindex repräsentiert das Portfolio des typisierten Investors und geht in die Berechnung der Kovarianz der Renditen der Aktie zu der Rendite des Referenzindex ein, die wiederum in die Berechnung des Betafaktors einfließt.

Der Welt-Index repräsentiert das Marktportfolio eines international diversifizierten Investors. Dieser steht eher in Einklang mit den Grundannahmen des CAPM als die Verwendung eines lokalen Index.

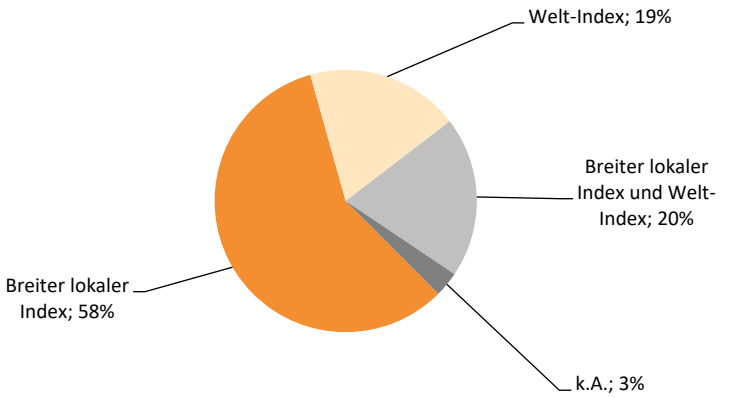
Gegen die Verwendung eines Welt-Index wird zum Teil geltend gemacht, dass die Regression durch Währungsschwankungen beeinflusst werde, während die Befürworter diese als Teil der Renditeschwankungen des Portfolios ansehen, die die Aktienrenditen ohnehin in vielfältiger Weise beeinflussen.

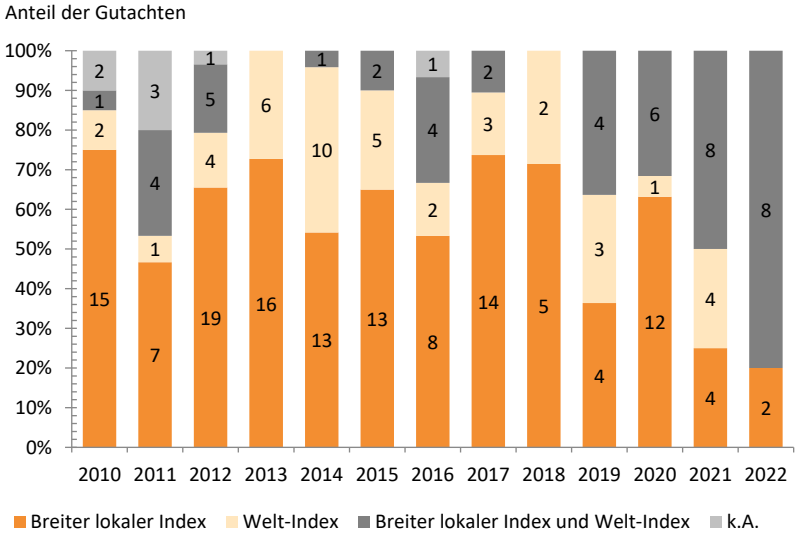
Problematisch werden kann die Verwendung eines Welt-Index, wenn große Zeitunterschiede zwischen Index-Berechnung und Kursfeststellung für die Peer Group-Unternehmen (z.B. zwischen USA und Asien) dazu führen, dass die Korrelation unterschätzt wird.

In 58% aller analysierten Fälle wird ausschließlich ein breiter lokaler Index (jeweils bezogen auf das Peer Group-Unternehmen) herangezogen, in 19% der Fälle ein Welt-Index.

Im Jahr 2022 wurde in zwei Fällen ausschließlich auf einen breiten lokalen Index abgestellt. Der Anteil der Fälle, in denen mehrere Vergleichsindizes betrachtet werden, steigt weiter an: Die Mehrzahl der Gutachten stellt im Jahr 2022 beide Analysen (auf Basis lokaler und weltweiter Referenzindizes) dar. Soweit (auch) ein Welt-Index betrachtet wurde, wurde in den meisten Fällen auf den MSCI World Index zurückgegriffen.

Lokaler oder Welt-Referenzindex



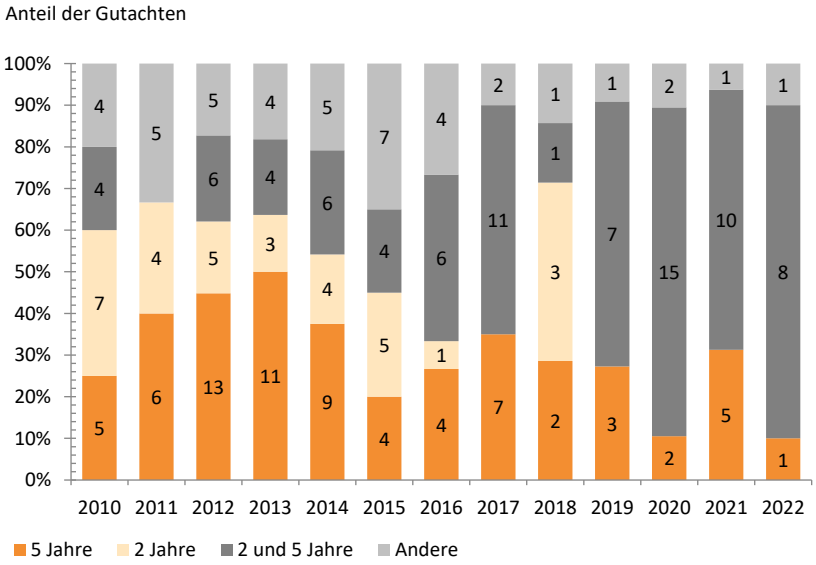


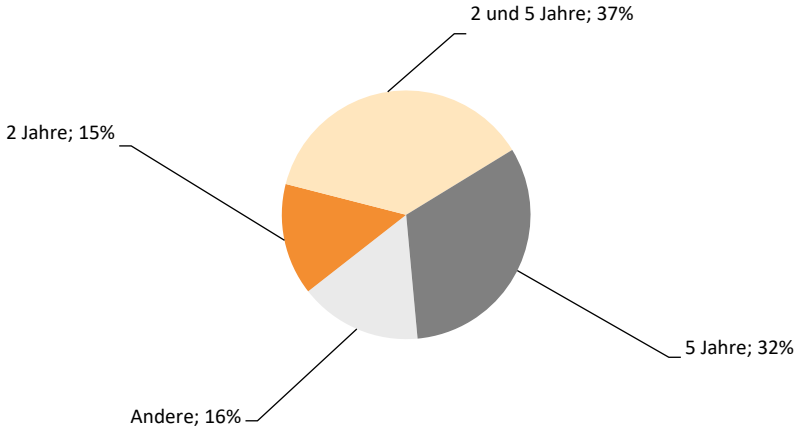
4.3.4 Erhebungszeitraum

Betafaktoren werden meist (in 70% aller analysierten Fälle) über einen 5-Jahreszeitraum erhoben (auch „Betrachtungszeitraum“). Allerdings erfolgte in 37% der Bewertungen zusätzlich die Erhebung über einen 2-Jahreszeitraum. In 15% der Fälle wurden die Betafaktoren ausschließlich für 2-Jahreszeiträume abgeleitet.

In 2022 wurden die Betafaktoren in acht der betrachteten Bewertungen sowohl für 2- als auch für 5-Jahreszeiträume erhoben. Dies stellt somit seit 4 Jahren die häufigste Variante zur Berücksichtigung von Erhebungszeiträumen dar.

Wie in den Vorjahren wurde auch in 2022 in keinem Fall ausschließlich auf den Erhebungszeitraum von 2 Jahren zurückgegriffen. Ein Zusammenhang mit der Corona-Pandemie sowie dem Ukraine-Krieg und den damit einhergehenden Unsicherheiten in Bezug auf die Prognoseeignung der in den letzten 2 Jahren beobachtbaren Kapitalmarktdaten ist nicht auszuschließen.





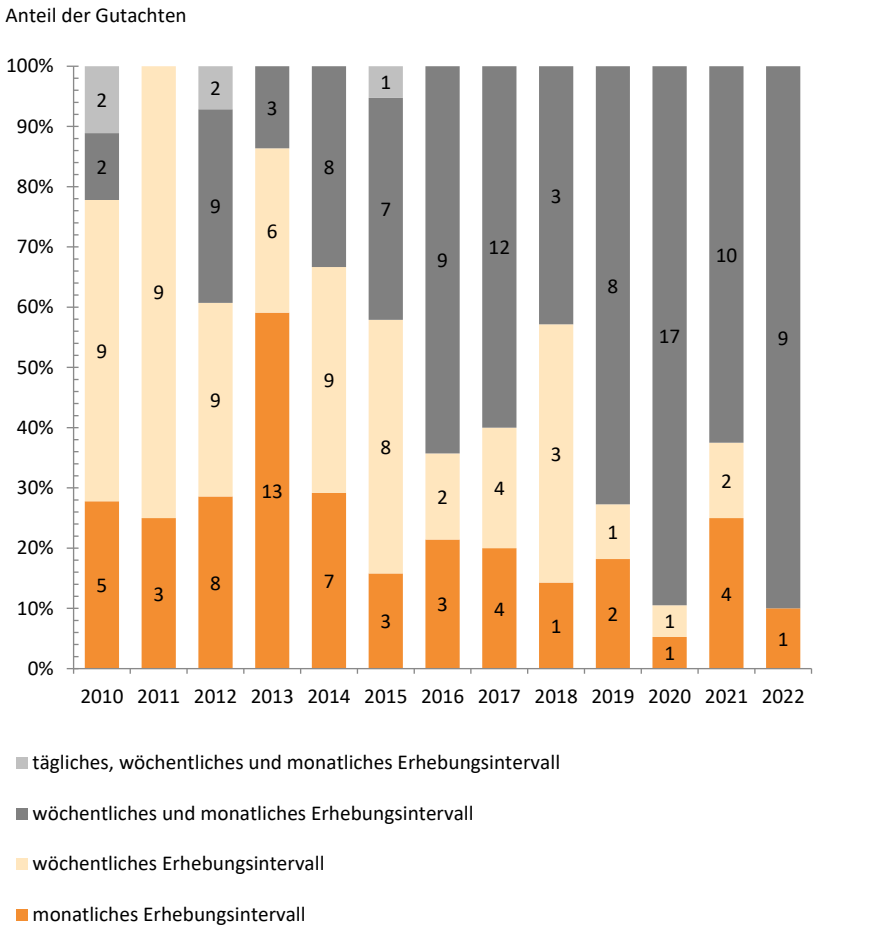
4.3.5 Erhebungsintervall

Je nach Erhebungsintervall bzw. Renditeintervall (monatlicher, wöchentlicher oder täglicher Renditemessung) können sich unterschiedliche Betafaktoren ergeben.

In den untersuchten Gutachten werden weit überwiegend wöchentliche oder monatliche Erhebungsintervalle oder beide Intervalle nebeneinander verwendet. Der Anteil der Fälle, in denen beide Erhebungsintervalle untersucht werden, hat seit 2014 deutlich zugenommen. In 2022 wurden fast alle Betafaktoren anhand beider Erhebungsintervalle ermittelt.

Die ergänzende Betrachtung von täglichen Intervallen erfolgte insgesamt lediglich in 2% der Bewertungen.

Festzustellen ist ein Schwerpunkt der Erhebung von Betafaktoren über 2-Jahres-zeiträume bei wöchentlichem Intervall und 5-Jahreszeiträume bei monatlichem Intervall.



4.3.6 Raw oder adjusted Betafaktor

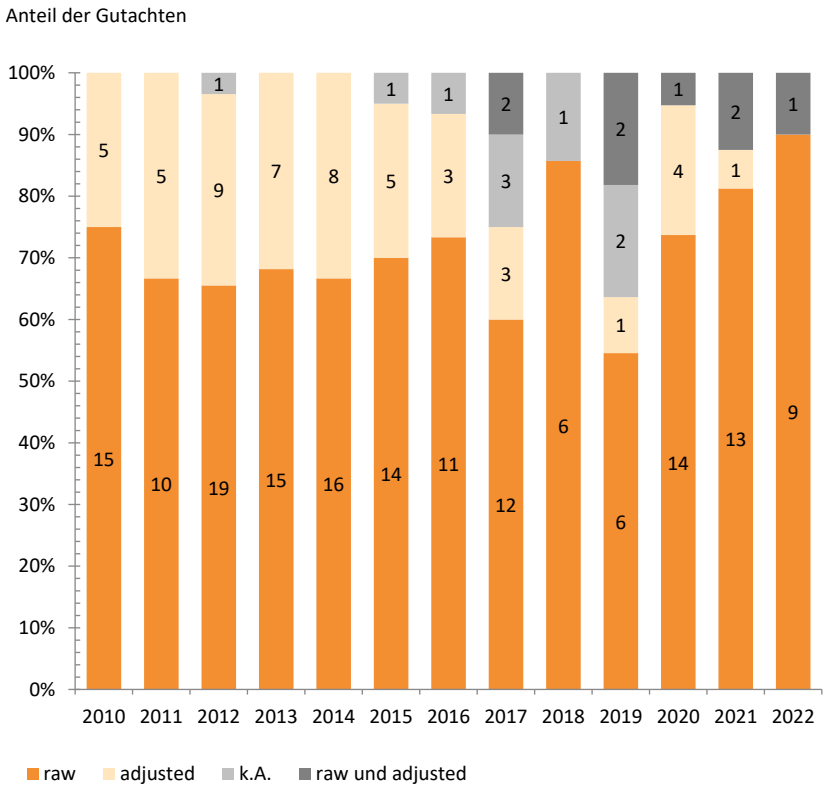
Pauschale Anpassung von Betafaktoren

Raw Betafaktoren entsprechen den sich unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ergebenden Werten. Sogenannten „adjusted“ Betafaktoren liegt die Annahme zugrunde, dass Betafaktoren eine autoregressive Tendenz haben und langfristig gegen 1 tendieren.

Der Finanzinformationsdienstleister Bloomberg stellt adjusted Betas zur Verfügung, die der Summe des mit 0,66 gewichteten raw Betafaktors und 0,33 entsprechen (sog. Blume-Anpassung).

In 70% aller Bewertungen wird ausschließlich der raw Betafaktor verwendet und auf pauschale Anpassungen verzichtet. Dieser Anteil hat sich in den letzten Jahren erhöht. So stieg der Anteil von 74% im Jahr 2020 auf 81% in 2021 und betrug im Jahr 2022 bereits 90%.

Der Anteil der Fälle, in denen ausschließlich adjusted Betafaktoren verwendet wurden, ist in den vorangegangenen Jahren weiterhin rückläufig. In 2022 wurden nur in einem Fall (KUKA AG) raw und adjusted Betafaktoren nebeneinander betrachtet. Dabei wurde der Betafaktor gutachterlich innerhalb der ermittelten Bandbreite festgelegt.



4.3.7 Debt Beta

Ableitung Debt Beta

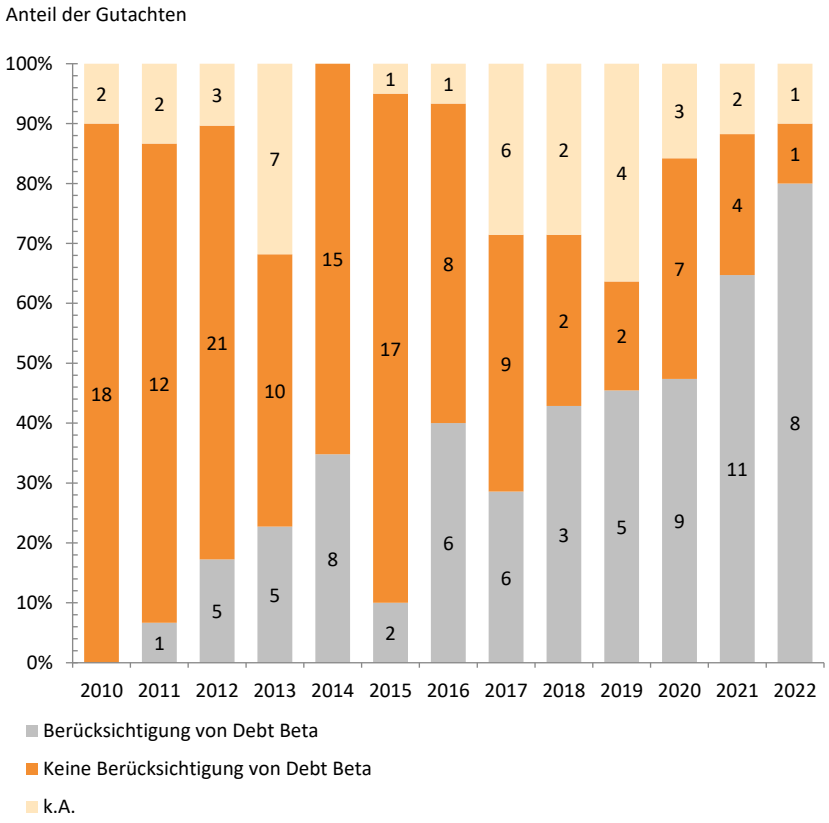
Das sogenannte Debt Beta kann beim Unlevern und Relevern von Betafaktoren angesetzt werden, um zu berücksichtigen, dass die Fremdkapitalgeber einen Teil des Risikos übernehmen und sich das Risiko der Eigenkapitalgeber entsprechend verringert.

Bei der Ermittlung des Debt Betas wird der das systematische Risiko repräsentierende Teil des Zins-Spreads ins Verhältnis zur Marktrisikoprämie gesetzt. Somit drückt das Debt Beta den Anteil des systematischen Risikos aus, den die Fremdkapitalgeber übernehmen.

Der auf die Marge des Kreditgebers und den Erwartungswert des Kreditausfalls entfallende Teil des Zins-Spreads kann dabei außer Betracht bleiben. Debt Betas für an Börsen gehandelte Schuldtitel unterschiedlicher Risikoklassen könnten auch direkt durch Regressionsanalysen abgeleitet werden.

Auswirkungen bei Berücksichtigung des Debt Betas

Die konsistente Verwendung von Debt Beta in Höhe des in der Planung berücksichtigten Zins-Spreads ermöglicht es dem Gutachter, eine Wertidentität zwischen Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren herzustellen. Wenn das Debt Beta beim Relevern der unverschuldeten Kapitalkosten verwendet werden soll, ist es auch beim Unlevern der Betafaktoren zu berücksichtigen. Sofern der Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts nicht deutlich von dem der Peer Group-Unternehmen abweicht, ist die Wertauswirkung des Debt Beta gering.



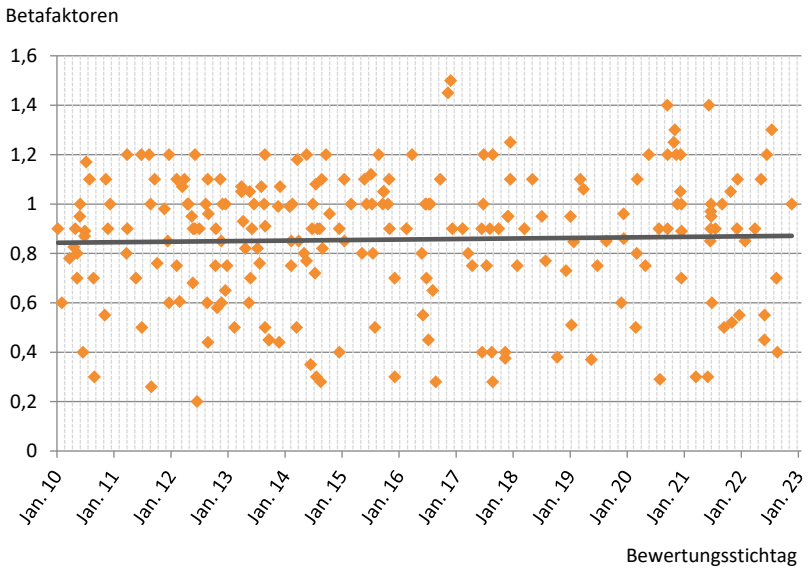
Im Jahr 2022 ist die Berücksichtigung von Debt Beta weiter gestiegen. Ein Debt Beta wurde im Rahmen der Kapitalkostenableitung bei den Bewertungen, in denen Betafaktoren verwendet wurden, nur bei der Bewertung der AGROB Immobilien AG nicht explizit berücksichtigt. Der Prüfer hat dazu ausgeführt, dass er die Vorgehensweise aufgrund der geringen Differenz zwischen Basiszinssatz und risikobehafteten Fremdkapital in diesem Fall als vertretbar angesehen hat. Bei der GxP German Properties AG wurden keine Angaben zur Vorgehensweise (mit oder ohne Debt Beta) gemacht.

4.3.8 Höhe von unlevered Betafaktoren

Die in den Gutachten angesetzten unlevered Betafaktoren betragen im Mittel über alle Fälle 0,86 und weisen eine breite Streuung auf, was auf branchenspezifische Unterschiede zurückzuführen ist. Die Spannbreite über alle Sachverhalte reicht von dem niedrigsten Betafaktor von 0,20 (für ein Immobilien-Beteiligungsunternehmen) bis zu dem höchsten Wert von 1,50 für eine Bank.

Eine Auswertung der Betafaktoren nach Branchen wäre sowohl aufgrund der zu geringen Zahl der Beobachtungen in einigen Nischenbranchen sowie der nicht immer eindeutigen und subjektiven Branchenzuordnung, als auch aufgrund der unterschiedlichen Stichtage über einen mittlerweile 13-jährigen Erhebungszeitraum nicht aussagefähig.

Die Spannbreite der unverschuldeten Betafaktoren der Bewertungsfälle in 2022 von 0,4 bis 1,3 ist ebenfalls recht hoch und betrifft folgende Einzelwerte:



BETAFAKTOREN VON BEWERTUNGEN IM JAHR 2021

Unternehmen	Stichtag	Branche	unlevered Betafaktoren
ADVA SE	30.11.2022	Telekommunikation	1,00
AGROB Immobilien AG	30.08.2022	Immobilien	0,40
Verallia Deutschland AG	24.08.2022	Glasverpackungen	0,70
BV Holding AG	25.07.2022	Vermögensverwaltung	1,30
MyHammer Holding AG	23.06.2022	Online-Marktplatz	1,20
Deutsche Industrie Grundbesitz AG	09.06.2022	Immobilien	0,55
GxP German Properties AG	08.06.2022	Immobilien	0,45
KUKA AG	17.05.2022	Robotik, Anlagen- und Systemtechnik	1,10
SinnerSchrader AG	08.04.2022	Digitalagentur	0,90
Schaltbau Holding AG	03.02.2022	Verkehrstechnik	0,85

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

5. Multiplikator-Bewertung

Basis von Multiplikator-Verfahren

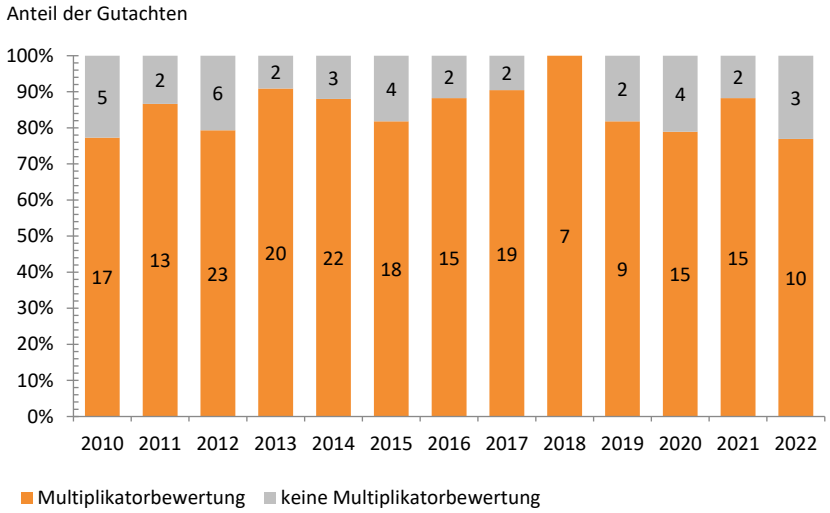
Bei der Multiplikator-Bewertung handelt es sich um einen marktorientierten Bewertungsansatz, der auf am Markt bereits zustande gekommenen Preisen und dort verarbeiteten Informationen basiert. Dem Multiplikator-Verfahren liegt die Annahme zugrunde, dass vergleichbare Unternehmen auf einem Markt ähnlich bewertet werden.

Der weit überwiegende Anteil der Gutachten (85%) enthält eine Multiplikator-Bewertung zur Plausibilisierung des errechneten Unternehmenswerts.

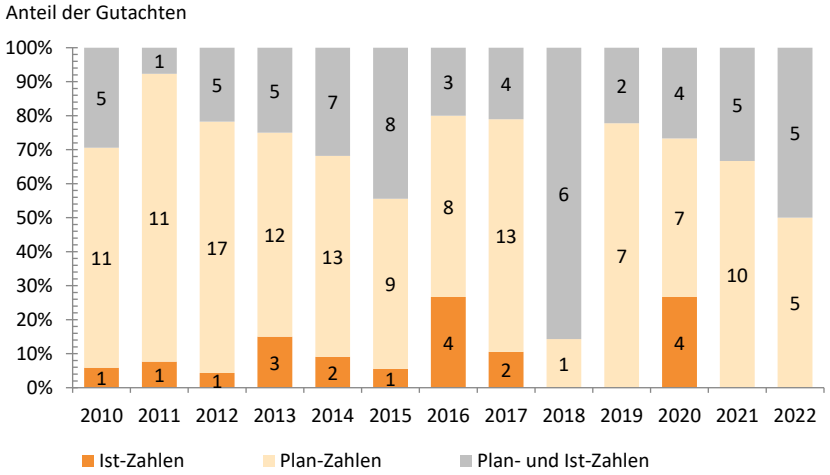
In 2022 haben Bewertungsgutachter in drei Fällen auf Multiplikator-Bewertungen zur Plausibilisierung verzichtet, da die Bewertung jeweils anhand des Liquidationswertes vorgenommen wurde. Bei der cash.life AG stellt das Zinsergebnis zudem einen integralen Bestandteil des Geschäfts dar, sodass eine Betrachtung von EBITDA- bzw. EBIT-Multiples im Bewertungsgutachten als nicht zielführend eingeschätzt wurde.

In lediglich 9% aller Fälle in 2010 bis 2022 basiert die Multiplikator-Bewertung ausschließlich auf Ist-Zahlen. Wie in 2021 wurde auch in 2022 in keinem Gutachten ausschließlich auf Ist-Zahlen abgestellt, was auf die außergewöhnlichen Umstände durch die Covid-Pandemie und den Ukraine-Krieg zurückzuführen sein dürfte.

Multiplikator-Bewertung



Multiplikatoren auf Basis von Plan- oder Ist-Zahlen



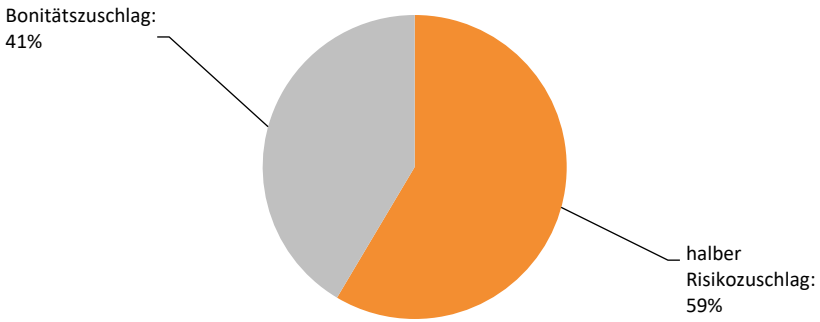
6. Ausgleichszahlung

Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge bieten dem Minderheitsaktionär die Wahl, zwischen einer sofortigen Abfindung und der Möglichkeit, seine Aktionärsposition im Rahmen des Gesellschaftsvertrags gegen eine garantierte jährliche Dividendenzahlung für die Dauer des Vertrages fortzusetzen. In 59% der Gutachten anlässlich von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen wurde zur Ermittlung der Ausgleichszahlung der risikolose Zinssatz um den halben in der Unternehmensbewertung angesetzten Risikozuschlag oder um den Mittelwert aus Risikozuschlag und Bonitätszuschlag erhöht.

In 41% der Gutachten setzt sich der Verrentungssatz aus dem risikolosen Zinssatz und einem niedrigeren Bonitätszuschlag zusammen.

Im Jahr 2022 wurden im Rahmen dieser Studie vier Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge erfasst. Bei zwei der Bewertungen (ADVA SE und Sinner Schrader AG) wurde der risikolose Zins um den Bonitätszuschlag der jeweiligen Hauptaktionäre erhöht. In beiden Fällen schließen die vertraglichen Regelungen das Risiko des Vermögensentzugs für die Minderheitsaktionäre bei Kündigung des BGAVs aus, so dass dieses Risiko aus Sicht der Minderheitsaktionäre entfällt.

Aufteilung nach Zuschlagsmethode



I-ADVISE AG – Ansprechpartner Valuation Service

Über I-ADVISE

Die I-ADVISE AG ist eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die sich auf Unternehmensbewertung und Transaktionsberatung spezialisiert hat.

Im Bereich Unternehmensbewertung agieren wir als neutraler Gutachter, Berater, Prüfer oder Schiedsgutachter im Rahmen verschiedener Anlässe, wie z.B. Kauf, Squeeze-out, Verschmelzung, Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, Purchase Price Allocation oder Impairment Test und erstellen Fairness Opinions. Der Schwerpunkt unserer Dienstleistungen im Bereich Transaktionsberatung liegt in der Durchführung von Financial und Tax Due Diligence-Projekten.

Unabhängigkeit, Integrität und Objektivität verstehen wir als integrale Bestandteile unserer Leistung. Unbelastet von jeglichen Interessenkonflikten gilt unser Augenmerk allein der uns übertragenen Aufgabe. Unser überdurchschnittlich erfahrenes Beraterteam arbeitet nach höchsten fachlichen Standards.

Mit unserem internationalen Netzwerk von auf Transaktionen spezialisierten Wirtschaftsprüfern/Beratern begleiten wir unsere Mandanten auch bei grenzüberschreitenden Transaktionen.

Dr. Jochen Beumer

Partner, Düsseldorf

Wirtschaftsprüfer

Dipl.-Kfm.

T +49 (211) 518 028 16

jochen.beumer@i-advise.de

Dominik Lehmann

Director, Frankfurt

Steuerberater

Dipl.-Ök., CVA

T +49 (69) 568 034 46

dominik.lehmann@i-advise.de

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (1/6)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2022		
ADVA SE	ADTRAN Holdings, Inc.	2022
Tin International AG	Deutsche Rohstoff AG	2022
AGROB Immobilien AG	RFR InvestCo 1 GmbH	2022
cash.life AG	ectus 80.AG	2022
Verallia Deutschland AG	Verallia Packaging S.A.S.	2022
BV Holding AG	Lloyd Fonds AG	2022
MyHammer Holding AG	Instapro II AG	2022
Deutsche Industrie Grundbesitz AG	CTP N.V.	2022
GxP German Properties AG	Paccard eight AG	2022
KUKA AG	Guangdong Midea Electric Co., Ltd.	2022
SinnerSchrader AG	Accenture Digital Holdings GmbH	2022
Schaltbau Holding AG	Voltage BidCo GmbH	2022
FPB Holding Aktiengesellschaft	Stora Enso Paper GmbH	2022
Bewertungsstichtag im Jahr 2021		
SAINT-GOBAIN ISOVER G+H AG	Compagnie de Saint-Gobain Zweigniederlassung Deutschland	2021
Bioenergy Capital AG	ABAG Aktienmarkt Beteiligungs AG	2021
AKASOL AG	ABBA BidCo AG	2021
Sport1 Medien AG	Highlight Communications AG	2021
Sinner AG	SBS Familien - Verwaltungs AG	2021
RIB Software SE	Schneider Electric Investment AG	2021
VTG AG	Warwick Holding GmbH	2021
Sachsenmilch AG	Unternehmensgruppe Theo Müller S.e.c.s.	2021
Allgemeine Gold- und Silberscheideanstalt AG	Umicore International AG	2021
HumanOptics AG	HumanOptics Holding AG	2021
ISRA VISION PARSYTEC AG	ISRA VISION AG	2021
MAN SE	TRATON SE	2021
Odeon Film AG	LEONINE Licensing AG	2021
ERLUS AG	Girnghuber GmbH	2021
i:FAO AG	Amadeus Corporate Business AG	2021
WESTGRUND AG	ADLER Real Estate AG	2021
Covivio Office AG	Covivio Office Holding GmbH	2021

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2020		
WORLD HOTELS AG	BV Acquisitions X GmbH	2020
Mercurius AG	C.A.B. GmbH	2020
EASY SOFTWARE AG	deltus 36. AG	2020
Renk AG	Rebecca BidCo AG	2020
Design Hotels AG	Marriott DH Holding AG	2020
Schuler AG	Andritz Beteiligungsgesellschaft IV GmbH	2020
ISRA VISION AG	Atlas Copco Germany Holding AG	2020
Axel Springer SE	Traviata B.V.	2020
HSBC Trinkaus & Burkhardt AG	HSBC Germany Holdings GmbH	2020
msg life ag	msg systems AG	2020
Stada Arzneimittel AG	Nidda Healthcare GmbH	2020
BHS tabletop AG	BHS Verwaltungs AG	2020
OSRAM AG	ams Offer GmbH	2020
IMW Immobilien SE	IMW Holding SE	2020
AUDI AG	Volkswagen AG	2020
First Sensor AG	TE Connectivity Sensors Germany Holding AG	2020
Comdirect Bank AG	Commerzbank AG	2020
Kontron AG	S&T AG	2020
Innogy SE	E.ON Verwaltungs SE	2020

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (2/6)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2019		
AGO AG Energie+Anlagen	HCS Holding AG	2019
Kofler Energies AG	Dacapo S.à.r.l.	2019
IC Immobilien Holding AG	E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH	2019
AVW Immobilien AG	Herr Frank Albrecht	2019
Weber & Ott Aktiengesellschaft	RSL Investment GmbH	2019
Sanacorp Pharmaholding AG	Sanacorp eG Pharmazeutische Großhandlung	2019
Triplan Aktiengesellschaft	TTP AG	2019
Diebold Nixdorf AG	Diebold Nixdorf Holding Germany Inc. & Co. KGaA	2019
m4e AG	Studio 100 Media AG	2019
Elektrische Licht- und Kraftanlagen AG	Park-Bau Verwaltung Borken in Hessen KG	2019
Pironet AG	Cancom AG	2019
Bewertungsstichtag im Jahr 2018		
Linde AG	Linde Intermediate Holding AG	2018
SM Capital Aktiengesellschaft	SM Wirtschaftsberatungs AG	2018
Softchip	CargoWise GmbH	2018
SQS Software Quality Systems AG	Assystem Services Deutschland GmbH	2018
Oldenburgische Landesbank	Bremer Kreditbank AG	2018
Dürkopp Adler	DAP Industrial AG	2018
Stada Arzneimittel AG	Nidda Healthcare GmbH	2018

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2017		
Meyer Burger (Germany) AG	MBT Systems GmbH	2017
SWS Spannwerkzeuge GmbH	Pittler Maschinenfabrik AG	2017
GfK SE	Acceleratio Capital N.V.	2017
Kontron AG	S&T Deutschland Holding AG	2017
CONET Technologies AG	Conet Technologies Holding GmbH	2017
FIDOR Bank AG	3F Holding GmbH	2017
Chorus Clean Energy AG	Capital Stage AG	2017
SinnerSchrader AG	Accenture Digital Holdings GmbH	2017
UNIWHEELS AG	Superior Industries International Germany AG	2017
WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG	TLG Immobilien AG	2017
TLG Immobilien AG	WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG	2017
Agroinvest Plus AG	AGRARINVEST AG	2017
Conwert Immobilien Invest SE	Vonovia SE	2017
XCOM AG	FinTech Group AG	2017
Pelikan AG	Pelikan International Corporation Berhad	2017
Creaton AG	Etex Holding GmbH	2017
Bremer Straßenbahn AG	Bremer Verkehrsgesellschaft	2017
DVB Bank SE	DZ Bank AG	2017
STRABAG AG	Ilbau Liegenschaftsverwaltung AG	2017
primion Technology AG	Azkoyen, S.A.	2017
KÖLN-DÜSSELDORF Deutsche Rheinschifffahrt AG	KD River Invest GmbH	2017

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (3/6)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2016		
PETROTECH AG	REG Germany AG	2016
IKB Deutsche Industriebank AG	LSF6 Europe Financial Holdings, L.P.	2016
MWG-Biotech AG	Eurofins Genomics B. V.	2016
Wincor Nixdorf AG	Diebold Holding Germany Inc. & Co. KGaA	2016
Colonia Real Estate AG	TAG Beteiligungs-und Immobilienverwaltungs GmbH	2016
Bochum-Gelsenkirchener Straßenbahnen AG	Holding für Versorgung und Verkehr GmbH	2016
Medisana AG	Comfort Enterprise GmbH	2016
VBH Holding AG	TLF Holding AG	2016
DMG Mori AG	DMG Mori GmbH	2016
DO Deutsche Office AG	DO Deutsche Office AG	2016
net mobile AG	DOCOMO Digital GmbH	2016
elexis AG	SMS GmbH	2016
Atevia AG	Cinetic GmbH	2016
Saint-Gobain Oberland AG	Horizon Holdings Germany GmbH	2016
Gruschwitz Textilwerke AG	pdm Holding AG	2016
NTT Com Security AG	NTT Communications Deutschland GmbH	2016
KENA Verwaltungs AG	Herr Harry Witt	2016
Analytik Jena AG	Endress + Hauser	2016

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2015		
Molda AG	Döhler Holding AG	2015
AREAL Immobilien u. Beteiligungs-AG	Thelen Holdings GmbH	2015
Youniq AG	Corestate BenBidCo AG	2015
Piper + Jet Maintenance AG	Piper Deutschland AG	2015
GFKL Financial Services AG	Garfunkel Holding GmbH	2015
PIXELPARK AG	MMS Germany Holdings GmbH	2015
Impreglon SE	GMT Investment AG	2015
MeVis Medical Solutions AG	VMS Deutschland Holdings GmbH	2015
Kässbohrer Geländefahrzeug AG	LuMe Vermögensverwaltung GmbH	2015
Deutsche Postbank AG	Deutsche Bank AG	2015
Forst Ebnath AG	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft	2015
Sky Deutschland AG	Sky German Holdings	2015
Ehlenbracht AG	Ehlebracht Holding AG	2015
Jetter AG	Bucher Beteiligungsverwaltung AG	2015
AS Abwicklung und Solar-Service AG i.L.	Robert Bosch GmbH	2015
Onvista AG	Boursorama S.A.	2015
DAB Bank AG	BNP Paribas Beteiligungsholding AG	2015
Dresdner Factoring AG	abcfinance Beteiligungs AG	2015
Karlsruher Sanatorium AG	Marseille-Kliniken AG	2015
Matth. Hohner AG	HS Investment Group Inc.	2015
HOMAG Group AG	Dürr Technologies	2015
WMF AG	Finedining Capital GmbH	2015
ADC African Development Corporation AG	Atlas Mara Beteiligungs AG	2015
Augusta Technologie AG	TKH Technologie Deutschland AG	2015

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (4/6)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2014		
Hotel AG Wuppertal	Stadt Wuppertal	2014
Curanum AG	Korian Deutschland AG	2014
nextevolution Aktiengesellschaft	Die HeidelbergCapital Private Equity Fund II GmbH & Co. KG	2014
Realtime Technology AG	3DS Acquisition AG	2014
Heidelberger Lebensversicherung AG	Heidelberger Leben Holding	2014
P&I Personal & Informatik AG	Argon GmbH	2014
Travel Viva AG	Travel Viva Holdein AG	2014
Pulsion Medical Systems SE	Maquet Medical Systems AG	2014
Etienne Aigner Aktiengesellschaft	Frau Evi Brandl	2014
Hanfwerke Oberachern A.G.	AGM Anlagen GmbH	2014
Ferd. Rückforth Nachfolger AG	REWE-ZENTRALFINANZ eG	2014
Design Hotels AG	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	2014
Celesio AG	Dragonfly GmbH & Co. KGaA	2014
IBS AG	Siemens Industry Automation Holding AG	2014
Essanelle Hair Group AG	Hair Group AG	2014
GSW Immobilien AG	Deutsche Wohnen AG	2014
Bien-Zenker AG	ADCURAM Fertigbau Holding AG	2014
CyBio AG	Analytik Jena AG	2014
Röder Zeltsysteme und Service AG	Zurmont Madison Deutschland GmbH	2014
Buch.de Internetstores AG	Thalia Holding GmbH	2014
Vk Mühlen AG	Good Mills	2014
Advanced Inflight Alliance AG	Global Entertainment AG	2014
C.J. Vogel AG	Otto AG für Beteiligungen	2014
Kabel Deutschland Holding AG	Vodafone Vierte AG	2014
Sedo Holding AG	United Internet Ventures AG	2014
Varta AG	GOPLA Beteiligungsgesellschaft mbH	2014

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2013		
Generali Deutschland Holding AG	Assicurazioni Generali S.p.A.	2013
GBW AG	Pearl AcquiCo Eins GmbH & Co. KG	2013
Terex Material Handling & Port Solutions AG	Terex Industrial Holding AG	2013
OCM German Real Estate Holding AG	Prime Office REIT-AG	2013
Prime Office REIT-AG	OCM German Real Estate Holding AG	2013
hotel.de AG	Hotel Reservation Service Robert Ragge GmbH	2013
CinemaxX AG	Vue Beteiligungs GmbH	2013
W.E.T. Automotive Systems AG	Gentherm Europe GmbH	2013
Rücker AG	ATON Engineering AG	2013
Hansen Sicherheitstechnik AG	Kopex S.A.	2013
Computec Media AG	Marquard Media International AG	2013
Dyckerhoff AG	Buzzi Unicem S.p.A.	2013
Ventegis Capital AG	Berliner Effektengesellschaft AG	2013
MAN SE	Truck & Bus GmbH	2013
Douglas Holding AG	Beauty Holding Two GmbH	2013
Intelligence AG	NTT DATA EUROPE GmbH & Co. KG	2013
SCA Hygiene Products SE	SCA Group Holding B.V.	2013
HYMER AG	Erwin Hymer Vermögensverwaltungs AG	2013
Heiler Software AG	Informatica Deutschland AG	2013
Reply Deutschland AG	Reply S.p.A.	2013
Reply S.p.A.	Reply Deutschland AG	2013
7C Solarparken NV	COLEXON Energy AG	2013

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (5/6)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2012		
F. Reichelt AG	Fedor Holding GmbH	2012
AIRE GmbH & Co. KGaA	AIG Century GmbH & Co. KGaA	2012
Andreas-Noris Zahn AG (ANZAG AG)	Alliance Healthcare Deutschland Holdings 1 GmbH	2012
Holcim (Deutschland) AG	Holcim Beteiligungs GmbH (Deutschland)	2012
IBS AG excellence, collaboration, manufacturing	Siemens Beteiligungen Inland GmbH	2012
Derby Cycle AG	PON Holding Germany GmbH	2012
net-m privatbank 1891 AG	net mobile AG	2012
Tognum AG	Engine Holding GmbH	2012
RENERCO Renewable Energy Concepts AG	BayWa r.e. GmbH	2012
MCS Modulare Computer und Software Systeme AG	Franz Hensmann AG	2012
SHIGO ASIA AG	Crown Eminence Investment Limited	2012
Württembergische Leinenindustrie AG	VEM Vermögensverwaltungs AG	2012
Graphit Kropfmühl AG	AMG Mining AG	2012
Damp Holding AG	HELIOS Kliniken GmbH	2012
Comarch Software und Beratung AG	Comarch AG	2012
Utimaco Safeware AG	Sophos Holdings GmbH	2012
Rathgeber AG	F.X. Meiller Beteiligungs-GmbH	2012
Deutsche Postbank AG	DB Finanz-Holding GmbH	2012
W.O.M. World of Medicine AG	ATON GmbH	2012
INFO Gesellschaft für Informationssysteme AG	INFO Gesellschaft für Informationssysteme Holding AG	2012
Solarparc AG	SolarWorld AG	2012
Bausparkasse Mainz AG	INTER Krankenversicherung AG	2012
Landesbank Berlin Holding AG	Erwerbsgesellschaft der S-Finanzgruppe	2012
TDS Informationstechnologie AG	Fujitsu Services Overseas Holding Ltd	2012
Leica Camera AG	Lisa Germany Holding GmbH	2012
Demag Cranes AG	Terex	2012
Deutsche Immobilien Holding AG	Zech	2012
Schramm Holding AG	Salvador AG	2012
Versatel AG	VictorianFibre Holding GmbH	2012

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2011		
PROCON MultiMedia AG	MHG Media Holdings AG	2011
Medion AG	Lenovo Germany Holding GmbH	2011
Süd-Chemie AG	Clariant AG	2011
Triumph International AG	Triumph International Holding GmbH	2011
LHA Internationale Lebensmittelagentur Krause AG	LHA Holding A. und R. Krause GbR	2011
REpower Systems SE	AE-Rotor Holding B.V.	2011
FrankonoWest AG	TAG Immobilien AG	2011
W.E.T. Automotive Systems AG	Amerigon Europe GmbH	2011
A. Moksel AG	VION N.V.	2011
Frogster Interactive Pictures AG	Gameforge AG	2011
INTERHYP AG	ING Direct N.V.	2011
GeneScan Europe AG	Eurofins ventures B.V.	2011
INTERSEROH SE	ALBA Group plc & Co. KG	2011
P&I Personal & Informatik AG	Argon GmbH	2011
Internolix AG	netPULS Beteiligungsgesellschaft mbH	2011

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (6/6)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2010		
Winter AG	Trüb AG	2010
Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG	Landesbank Berlin AG	2010
PC-Ware AG	PERUNI Holding GmbH	2010
GENEART AG	Applied Biosystems Deutschland GmbH	2010
Gasanstalt Kaiserslautern AG	EWG Energie-Wasser-Partner AG	2010
Actris AG	ACTRIS Beteiligungs GmbH & Co. KG	2010
Klöckner-Werke AG	Salzgitter Mannesmann AG	2010
Christ Water Technology AG	Eimco Water Technologies GmbH	2010
HBW Abwicklungs AG	InBev Germany Holding GmbH	2010
Cembra Beteiligungs AG	Raiffeisen International Bank-Holding AG	2010
ALTANA AG	Skion GmbH	2010
Computerlinks AG	CSS Computer Security Solutions Erwerbs GmbH	2010
k.A.li-Chemie AG	Solvay k.A.li-Chemie Holding GmbH	2010
Themis Industries Group	Heliad Equity Partners	2010
syskoplan AG	Reply S.p.A.	2010
Ergo Versicherung AG	Münchner Rückver.-Gesellschaft AG	2010
Burgbad AG	ECZACIBASI	2010
Maihak AG	Sick Maihak GmbH	2010
Winkler+Duennebier AG	Körber AG	2010
Dom-Brauerei AG	Vertriebsgesellschaft deutscher Brauereien mbH	2010
IDS Scheer AG	SAG Beteiligungs GmbH	2010
TA Triumph-Adler AG	KYOCERA MITA Corporation	2010

Anlage 2: Nicht vorliegende Gutachten

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
AMIRA Verwaltungs AG	Blitz 11-263 SE	2021
Porphyrwerke Weinheim-Schriesheim AG	Werhahn & Nauen SE & Co. OHG.	2021
Vedes AG	VEDES Vereinigung der Spielwaren-Fachgeschäfte e. G.	2021
Stowe Woodward AG (jetzt: Andritz Fabrics and Rolls AG)	Robec Walzen GmbH	2021
Neusser Bauverein	Stadt Neuss	2021
UferHallen AG	ArgoPrato GmbH & Co. KG	2021
Deutsche Binnenreederei AG	Rhenus PartnerShip GmbH & Co. KG	2021
Nymphenburg Immobilien Aktiengesellschaft	NIAG SE	2021
HABA Computer AG	APV Ärztliche Privatverrechnungsstelle GmbH	2021
Baumaterialien-Handelsgesellschaft Aktiengesellschaft	B u. B Süd-Ostbayern Betriebs GmbH	2019
TIVOLI Grundstücks-AG	Portia Grundstücks-Verwaltungs-gesellschaft mbH & Co. Objekt KG	2019

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Vereinigte Volksbank AG	Vereinigte Volksbank eG	2016
Lantana AG	Beichlinger Tier- und Pflanzenproduktions GmbH	2016
KWG Kommunale Wohnen AG	KWG Kommunale Wohnen GmbH	2016
e.optimum AG	e.optimum Aktienholding GmbH	2016
Barmer Wohnungsbau AG	Barmer Wohnungsbau GmbH	2016
Ariston Real Estate AG	Herr Hans-Dieter Lorenz	2016
AHT GROUP AG	Deutsche Projekt-Union GmbH	2016
Gontermann AG	Gontermann Holding GmbH	2016
TGE Marine AG	MES Germany Beteiligungs AG	2016
Kurfürstin Holding AG	Kurfürstin GmbH & Co. KG	2015
PlanetHome AG	Planet Acquisition GmbH	2015
LTS Lohmann Therapie-Systeme	Dievini patch Beteiligungs GmbH	2015
Osteuropäische Zementbeteiligungs AG	Holcim Auslandsbeteiligungs GmbH (Deutschland)	2014
SEKISUI NordiTube Technologies SE	SEKISUI SPR Europe GmbH	2014
ODDSLINE Entertainment AG	ODDSLINE GmbH	2014
proALPHA Software Aktiengesellschaft	deltus Zwölfte AG	2013
biolitec AG	biolitec Unternehmensbeteiligungs AG	2012
Garant Schuh + Mode AG	ANWR Garant International AG	2012
Varta AG	Gopla Beteiligungsgesellschaft mbH	2012

Ihr Kontakt

Standorte I-ADVISE

DÜSSELDORF

Klaus-Bungert-Straße 5a
D-40468 Düsseldorf

+49 211 5180 28 - 0

FRANKFURT

Bettinastraße 35 - 37
D-60325 Frankfurt

+49 69 56 80 34 - 46

Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Information zu liefern, können wir keine Haftung für die Richtigkeit der Informationen übernehmen. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation handeln.

Die Verbreitung oder Nutzung dieses Dokuments ohne unsere vorherige Zustimmung ist untersagt. 2023 I-ADVISE AG.