

Studie

zur

Bewertungspraxis

bei aktienrechtlichen

Gutachten

2010 – 2013

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	1
1 Zusammenfassung der aktuellen Entwicklungen	2
2 Über diese Studie - Erhebung der Daten	3
3 Bewertungsverfahren, Ablauf und Ergebnis	4
4 Ausschüttungsfähiges Ergebnis	6
4.1 Vergangenheitsanalyse	6
4.2 Planungsrechnungen	7
4.3 Wachstumsrate	8
4.4 Ausschüttungsquoten	11
5 Kapitalisierungszinssatz	12
5.1 Basiszinssatz	12
5.2 Marktrisikoprämie	13
5.3 Betafaktor	15

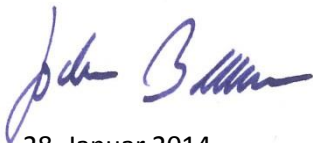
5.3.1	Peer Group-Beta oder Betafaktor des Bewertungsobjekts.....	15
5.3.2	Zahl der Peer Group-Unternehmen.....	16
5.3.3	Referenzindex.....	17
5.3.4	Erhebungszeitraum.....	17
5.3.5	Erhebungsintervall.....	18
5.3.6	Raw oder Adjusted Betafaktor.....	18
5.3.7	Sichere oder unsichere Tax-Shields.....	19
5.3.8	Debt Beta.....	19
5.3.9	Höhe von unlevered Betafaktoren.....	20
6	Multiplikatorbewertung	21
7	Ausgleichszahlung	22
8	Über I-ADVISE	23
	ANLAGE	

Vorwort

Squeeze-outs (Übertragung von Aktien gegen Barabfindung nach § 327a ff. AktG) oder Ergebnisabführungsverträge mit Aktiengesellschaften, an denen Minderheitsaktionäre beteiligt sind, bedeuten einen schwerwiegenden Eingriff in die Eigentumsrechte der Aktionäre. Beim Squeeze-out ist den Aktionären eine angemessene Abfindung und beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zusätzlich eine Garantiedividende anzubieten. Die herrschenden Unternehmen bzw. die Hauptgesellschaft lassen in nahezu allen uns bekannt gewordenen Fällen Unternehmensbewertungen erstellen, die wiederum von gerichtlich bestellten Prüfern geprüft werden, um die Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs sicherzustellen. Lediglich in zwei Fällen erfolgte die ursprüngliche Bewertung durch das Management. Im Anschluss an die über die Maßnahme beschließende Hauptversammlung kommt es in der Regel zu aktienrechtlichen Spruchverfahren, in denen die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüft wird.

Da bei diesen aktienrechtlichen Bewertungen unterschiedliche Verfahren und Bewertungsparameter zur Anwendung kommen, möchten wir mit dieser, nun in zweiter, aktualisierter Ausgabe erscheinender Studie einen Überblick über die Bewertungspraxis bei aktienrechtlichen Gutachten geben und Trends untersuchen.

Die Erläuterung des fachlichen Hintergrunds der untersuchten Fragestellungen haben wir bewusst kurz gehalten, weil sich die Untersuchung an Fachleute richtet, die sich ohnehin regelmäßig mit diesen Themen befassen. Mit dieser 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.



28. Januar 2014

1 Zusammenfassung der aktuellen Entwicklungen

- Die Zahl der Unternehmensbewertungen aus aktienrechtlichen Anlässen ging im Jahr 2013 um 26 % gegenüber dem Vorjahr zurück. Von den 20 für das Jahr 2013 erfassten Unternehmensbewertungen betrafen 14 Squeeze-outs und zwei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge. Für zwei Verschmelzungen wurden vier Bewertungen analysiert.
- Die Basiszinssätze bewegten sich in den ersten drei Quartalen des Jahres 2013 auf dem niedrigen Niveau der letzten drei Quartale des Jahres 2012, stiegen aber zum vierten Quartal 2013 wieder an und betragen zuletzt 2,75 %.
- Mit Ausnahme des Gutachtens eines ausländischen Bewerbers wurde bis November 2013 in sämtlichen Bewertungen eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern angesetzt, die dem Mittelwert der vom IDW empfohlenen Bandbreite entspricht. Bemerkenswert ist, dass in dem zuletzt erfassten Gutachten mit einem Bewertungsstichtag im Dezember 2013 eine Marktrisikoprämie von 5,25 % nach Einkommensteuer angesetzt wurde. Die Durchsicht der ersten Gutachten mit Bewertungsstichtag in 2014 ergibt ein uneinheitliches Bild. Während in einem Gutachten eine Marktrisikoprämie von 5,0 % angesetzt wird, beträgt in anderen Bewertungen die Marktrisikoprämie nach wie vor 5,5 %.
- Der Anteil der Unternehmen, die bei der Ermittlung der Betafaktoren als Referenz-Index einen Welt-Index verwenden, hat im Jahr 2013 deutlich zugenommen und beträgt 25 %, nachdem in den Jahren 2010 bis 2012 nur 5 % der Gutachten einen Welt-Index zugrunde legten.
- Seit dem 2. Quartal 2013 wird in 40 % der Bewertungen des Jahres 2013 ein Zuschlag für inflationsbedingte Kursgewinne auf den halben Abgeltungsteuersatz angesetzt, um die Einkommensteuerbelastung der nachhaltigen Thesaurierung zu schätzen.
- Der Anteil der Gutachten, die Angaben über die Verwendung von Debt Beta enthalten, ist im Jahr 2013 auf 20 % gestiegen.

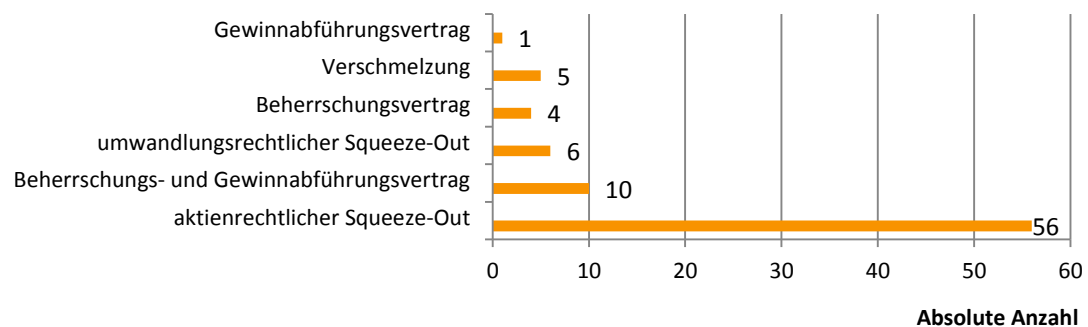
2 Über diese Studie - Erhebung der Daten

Für unsere Studie haben wir die Berichte der Vorstände über den Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und über die Übertragung von Aktien auf den Hauptaktionär gemäß § 327a AktG sowie Verschmelzungsberichte in Hinblick auf die angewandten Bewertungsmethoden und -parameter analysiert. Da jeder dieser Vorgänge eine Prüfungspflicht auslöst, liegt für die Bewertungen jeweils auch ein Prüfungsbericht vor.

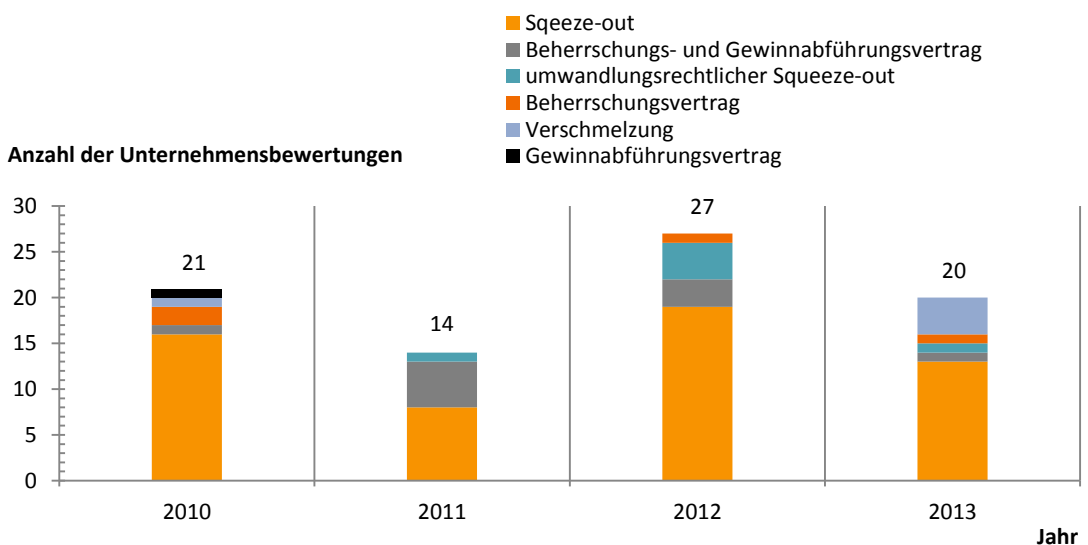
In die Analyse haben wir Gutachten eines Vier-Jahreszeitraumes einbezogen, der die Bewertungsstichtage in dem Zeitraum 2010 bis 2013 umfasst. Die Jahre 2009 und früher wurden nicht analysiert, weil die Einführung der Abgeltungsteuer zu Änderungen der Bewertungsparameter geführt hat, während in dieser Studie die gegenwärtige Bewertungspraxis und aktuelle Entwicklungen untersucht werden sollen.

Insgesamt haben wir 82 Unternehmensbewertungen der Jahre 2010 bis 2013 analysiert, die überwiegend aus Anlass von Squeeze-outs erfolgten, wie folgende Grafik zeigt:

Anlass der Unternehmensbewertung



Die folgende Grafik zeigt die Anzahl der ausgewerteten Gutachten nach Jahr und Anlass:



Für das Jahr 2013 wurden insgesamt 20 Unternehmensbewertungen erfasst. Davon betrafen 14 Squeeze-outs, zwei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge und zwei Verschmelzungen. Bei Verschmelzungen wurden jeweils zwei Gutachten ausgewertet.

Es war nicht unsere Absicht, eine Auswertung der Rechtsprechung zu diesem Thema vorzunehmen. Spruchverfahrgutachten, Urteile und Vergleiche in Spruchverfahren wurden daher nicht in die Untersuchung einbezogen. Sie beziehen sich in vielen Fällen auf weiter zurückliegende Bewertungsstichtage oder lassen (bei Vergleichen) keinen eindeutigen Rückschluss auf die Bewertungsparameter zu.

Die Studie erscheint in zweiter Auflage und wurde um sämtliche uns zugängliche Gutachten mit Bewertungsstichtag im Jahr 2013 ergänzt. Darüber hinaus haben wir die uns nachträglich zur Verfügung gestellten Gutachten erfasst, die bei Abfassung der ersten Auflage noch nicht zugänglich waren. In Zukunft werden wir die Studie fortführen, so dass regelmäßig aktuelle Vergleichsdaten zur Verfügung stehen werden.

Erstmalig fügen wir als Anlage die Liste der erfassten Bewertungsfälle bei. Sollte uns ein Leser weitere, noch nicht erfasste Gutachten zusenden, werden wir die Studie entsprechend ergänzen.

3 Bewertungungsverfahren, Ablauf und Ergebnis

Was sind die Grundlagen der gängigen 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 grundsätzlich gesondert zu bewerten. Der höhere Wert aus diesem abgeleiteten Barwert (einschließlich nicht betriebsnotwendigem Vermögen) und dem Liquidationswert stellt den Unternehmenswert dar.

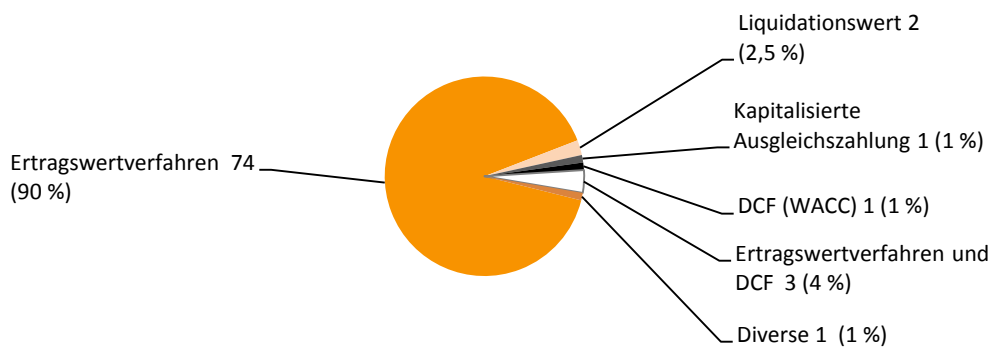
Eine detaillierte Ableitung des Liquidationswertes ist nur in den Fällen notwendig, in denen nach einer überschlägigen Berechnung des Liquidationswertes davon ausgegangen werden kann, dass der Liquidationswert höher als der Barwert der finanziellen Überschüsse zuzüglich des nicht betriebsnotwendigen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

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.

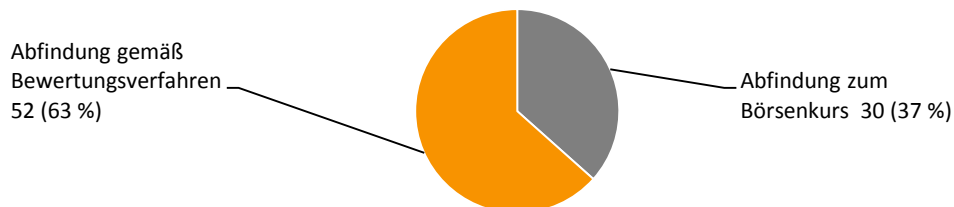
Das Ertragswertverfahren und das Flow to Equity-Verfahren stellen sogenannte Netto-Verfahren dar, die den Wert des Eigenkapitals direkt ermitteln (Equity-Ansatz), während das WACC-Verfahren in einem ersten Schritt den Gesamtunternehmenswert einschließlich des Werts der Schulden durch Diskontierung der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

Nach wie vor bildet das Ertragswertverfahren die Grundlage der meisten Unternehmensbewertungen. Ein Gutachten mit Bewertungsstichtag im Jahr 2010 beruht auf dem DCF-Verfahren. In drei Gutachten aus dem Jahr 2013 wird neben dem Ertragswertverfahren das Discounted Cash Flow Verfahren in der Variante des WACC-Ansatzes bei der Bewertung berücksichtigt. In einem Fall aus dem Jahr 2012 erfolgte die Abfindung auf Grundlage der kapitalisierten Ausgleichszahlung, die aus einem bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abgeleitet wurde.

In zwei der ausgewerteten Gutachten war die Ermittlung eines positiven Ertragswertes unmöglich. Diese enthielten daher ausführliche Liquidationswertermittlungen, aus denen die Abfindungen abgeleitet wurden. In einem Gutachten wurden für verschiedene Unternehmensteile unterschiedliche Bewertungsverfahren angewandt. Eine Übersicht über die angewendeten, ausschlaggebenden Bewertungsverfahren gibt folgende Grafik:

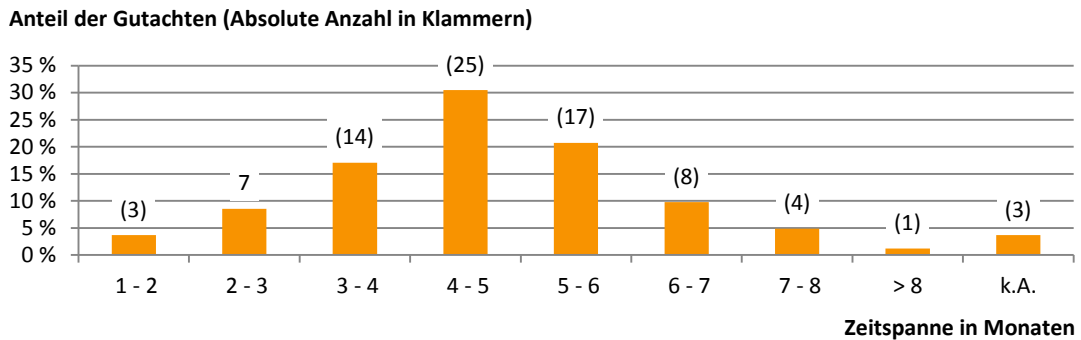


In 61 % der Fälle in 2010 bis 2012 war der durch das zugrunde liegende Bewertungsverfahren ermittelte Unternehmenswert höher als der Börsenkurs und wurde daher der Abfindung zugrunde gelegt. In 2013 wurde die Abfindung in 70 % der Fälle aus dem Bewertungsverfahren abgeleitet. Die folgende Grafik zeigt die absolute Anzahl der Abfindungen gemäß Börsenkurs und gemäß dem Bewertungsverfahren für den gesamten Betrachtungszeitraum:



Die Zeitspanne zwischen der Ankündigung der Maßnahmen und dem Bewertungsstichtag beträgt durchschnittlich fünf Monate, bei einem Minimum von 1,7 und einem Maximum von 22,4 Monaten. In diesem Fall wurde eine Fortschreibung der als Untergrenze der Abfindung heranzuziehenden Börsenkurse vorgenommen.

Folgende Grafik stellt die Zeitspannen in Monaten zwischen dem Bewertungsstichtag und dem Ankündigungstag dar:



Bei drei von 82 Gutachten konnten keine Angaben zum Ankündigungstag gemacht werden. Die umklammerten Zahlen sind die absoluten Werte.

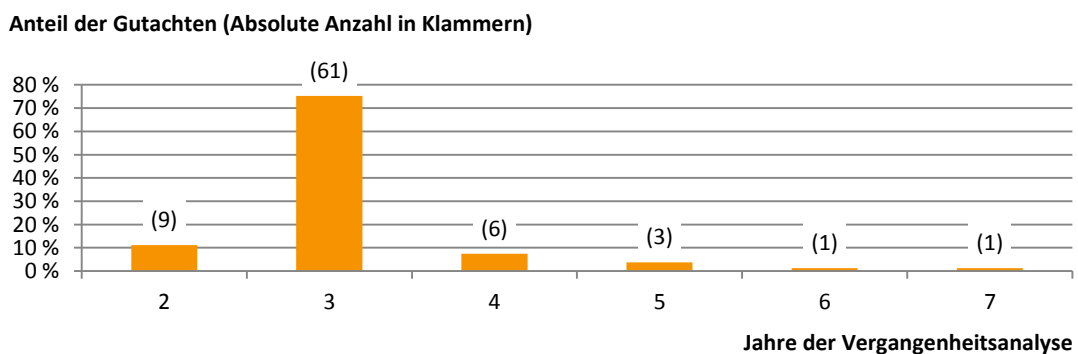
4 Ausschüttungsfähiges Ergebnis

4.1 Vergangenheitsanalyse

Wozu dient die 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 (Käufe oder Verkäufe von Beteiligungen) vorgenommen. Die Vergangenheitsergebnisse sind in einem angemessenen Detaillierungsgrad darzustellen und zu erläutern. Mit zunehmendem Abstand vom Bewertungsstichtag sinkt die Relevanz der Vergangenheitsergebnisse.

Ein Analysezeitraum von drei Jahren wird offenbar von der Mehrheit der Bewerter für ausreichend gehalten. In 75 % der Fälle wurden die Vergangenheitsergebnisse eines Zeitraums von drei Jahren analysiert. In einem Fall werden keine Angaben zur Vergangenheitsanalyse gemacht. Die Aufteilung zeigt folgendes Diagramm, wobei die umklammerte Zahl die absoluten Werte darstellt:



In sämtlichen Ertragswertgutachten wird der Gesamtwert der vorgenommenen Bereinigungen offengelegt.

4.2 Planungsrechnungen

Was sollten die Planungsrechnungen abbilden?

Eine realistische, aktuelle Planungsrechnung ist die Basis der Unternehmensbewertung. Nach IDW S1 i.d.F. 2008 Tz. 90 soll die der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Planung Erwartungswerte abbilden und Risiken und Chancen gleich gewichten, also weder optimistisch noch pessimistisch sein. 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 falsche Planungsrechnungen sind von dem Gutachter so anzupassen, dass sie Erwartungswerte wiedergeben.

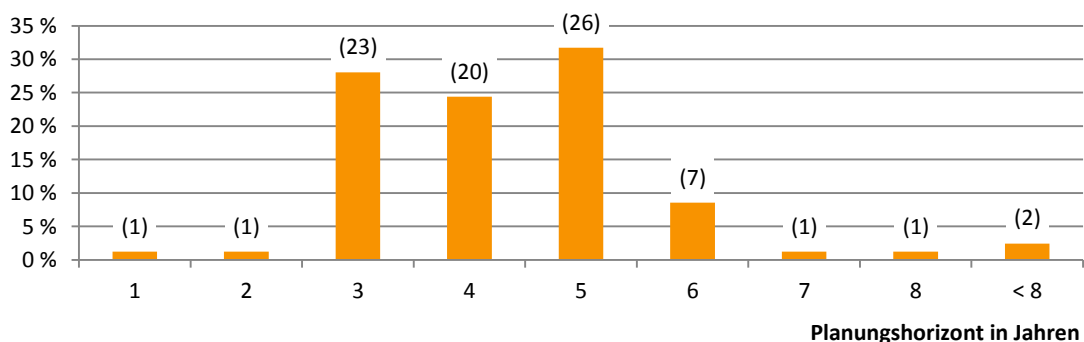
Aus welchen Gründen erfolgt eine Trennung in Phasen?

Die Prognose der finanziellen Überschüsse beinhaltet umso mehr Unwägbarkeiten, je weiter diese ausgehend vom Bewertungsstichtag in der Zukunft liegen. Sie ist damit weniger verlässlich als die Prognose für die Jahre, die sich dem Bewertungsstichtag unmittelbar anschließen. Vor diesem Hintergrund wird in der Regel die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse in einen Detailplanungszeitraum und einen sich daran anschließenden nachhaltigen Zeitraum unterteilt.

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, so dass für den Zeitraum danach ein nachhaltiges Ergebnis angesetzt werden kann, das ggfs. mit einer gleichbleibenden Wachstumsrate wächst.

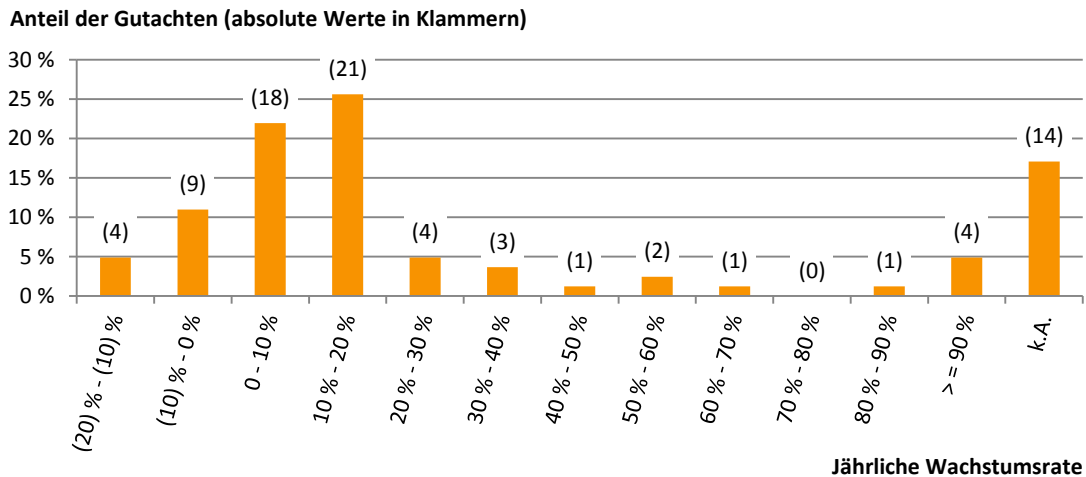
Da Planergebnisse meist ansteigen, kann die Verkürzung des Planungshorizonts dazu führen, dass bei gleicher Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses ein geringerer Unternehmenswert ermittelt wird als bei einem langen Planungshorizont. Vor diesem Hintergrund haben wir die Länge des Detailplanungshorizonts bei den aktienrechtlichen Bewertungen erhoben. Die folgende Grafik zeigt, dass in 84 % der Gutachten ein Planungshorizont von drei bis fünf Jahren zugrunde gelegt wird. Nur 2 % der Gutachten zeigen einen kürzeren Planungszeitraum.

Anteil der Gutachten (absolute Werte in Klammern)



Die Planungen weisen im Durchschnitt ein jährliches Ergebniswachstum des bereinigten EBIT von 19,5 % auf. Das jährliche Ergebniswachstum wurde durch den Vergleich des bereinigten EBIT des letzten Ist-Jahres mit dem des letzten Detailplanungsjahres ermittelt. Hierbei konnten nur 68 Gutachten berücksichtigt werden, da sich aus den restlichen Gutachten aufgrund negativer bereinigter EBIT-Werte im letzten Ist-Jahr keine Wachstumsraten ableiten ließen.

Die nachstehende Grafik zeigt die durchschnittliche Wachstumsrate in der Unternehmensplanung ausgehend vom letzten bereinigten Ist-EBIT.

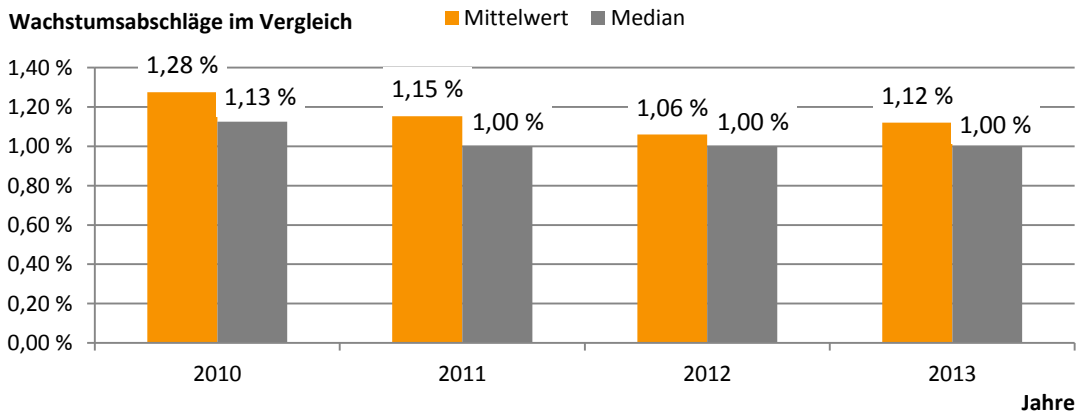


4.3 Wachstumsrate

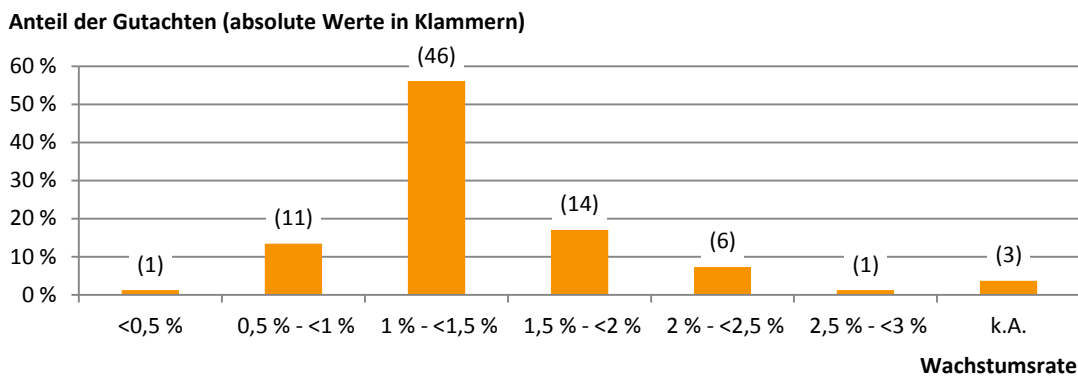
Warum wird ein Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgezogen?

Der Wachstumsabschlag des Kapitalisierungszinssatzes (Nenner des Barwertkalküls) dient der Abbildung künftiger Steigerungen der nachhaltigen finanziellen Überschüsse (Zähler des Barwertkalküls) und stellt eine zur übersichtlicheren Darstellung der Berechnung vorgenommene mathematische Umformung dar. Er wird in Höhe des nachhaltigen Wachstums der finanziellen Überschüsse des nachhaltigen Ergebnisses angesetzt, wodurch sich der Kapitalisierungszinssatz für die ewige Rente verringert und sich somit der Barwert der nachhaltigen Überschüsse erhöht. 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 ohne Berücksichtigung von Steuereffekten wertneutral. Ein werterhöhender Effekt ergibt sich dennoch, wenn der Wertbeitrag der Thesaurierung (vor Steuern) um eine geringere Einkommensteuerlast verringert wird als die Ausschüttungen. Dies ist gerechtfertigt, wenn man annimmt, dass die Ausschüttung oder Realisation eines Veräußerungsgewinns aus dem Verkauf von Aktien deutlich später erfolgt als die Thesaurierung. In diesem Fall entsteht die Einkommensteuer später und der Barwert der Steuerbelastung ist geringer als bei sofortiger Ausschüttung der Ergebnisse.

Das folgende Diagramm zeigt den Median und den Durchschnitt der nachhaltigen Wachstumsrate im Vergleich der einzelnen Jahre. Hierbei wurden 79 Gutachten berücksichtigt.



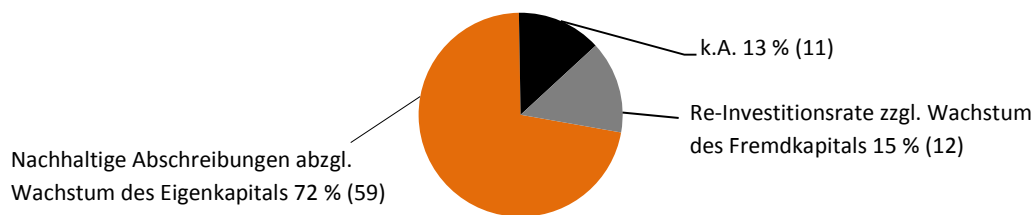
Die durchschnittliche Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses sank in den Jahren 2010 bis 2012 von 1,28 % auf 1,06 %. Dies geht einher mit dem von 4,25 % im 1. Quartal 2010 auf 2,28 % gefallenem Basiszinssatz im 4. Quartal 2012 (s. Abschnitt 5.1 Basiszinssatz). Im Jahr 2013 stieg der durchschnittlich verwendete Wachstumsabschlag wieder auf 1,12 % und der Basiszins auf 2,38 %. Der Median der Wachstumsraten beträgt seit 2011 unverändert 1,00 %. Die Streubreite ist verhältnismäßig gering, wie nachstehende Darstellung zeigt:



Die in der obenstehenden Grafik dargestellte Gruppe der Gutachten mit Wachstumsraten von 1,0 % bis 1,49 % enthält 40 Gutachten (49 % der Grundgesamtheit), in denen die Wachstumsrate auf genau 1,0 % festgelegt wurde.

Die weit überwiegende Zahl der Gutachten enthält Anpassungen der nachhaltigen Ausschüttungen, um zu berücksichtigen, dass nachhaltiges nominales Ergebniswachstum auch wachsendes Eigenkapital erfordert. Dabei lassen sich zwei unterschiedliche Vorgehensweisen unterscheiden, die zu gleichen Ergebnissen führen können.

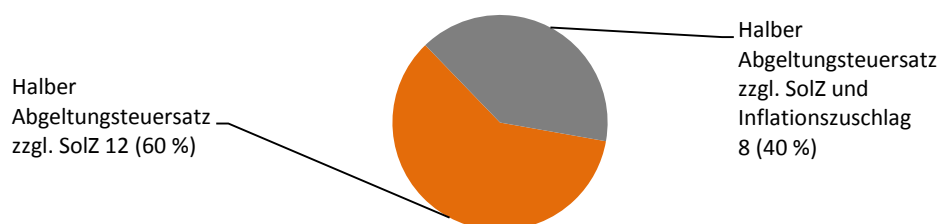
In 72 % aller Gutachten wurden nachhaltige Abschreibungen und eine wachstumsbedingte Thesaurierung angesetzt, die das erforderliche Wachstum des Eigenkapitals bei Ansatz einer Wachstumsrate der nachhaltigen Ergebnisse abbildet. In 15 % der Gutachten wurde anstelle der Abschreibungen eine (höhere) Re-Investitionsrate angesetzt, die grundsätzlich das nachhaltig erforderliche Wachstum sowohl des eigen- als auch des fremdfinanzierten Vermögens berücksichtigt und daher um den fremdfinanzierten Teil der Netto-Investition gekürzt wird. Die Ermittlung der nachhaltigen Abschreibungen bzw. Re-Investitionen waren i.d.R. nicht nachvollziehbar. In 13 % der Fälle wurde keine wachstumsbedingte Thesaurierung angenommen, oder eine eindeutige Auswertung war nicht möglich.



Sämtliche Gutachten bis einschließlich 2012, in denen das Ertragswertverfahren angewandt und die Einkommensteuer explizit berücksichtigt wird, enthalten eine nachhaltige Thesaurierung und legen die Annahme zugrunde, dass die Rendite der thesaurierten Mittel dem Kapitalisierungszinssatz entspricht. Die Einkommensteuerbelastung wird in den meisten Fällen in Höhe des halben Abgeltungsteuersatzes angesetzt. Demgemäß wird die Annahme getroffen, dass die Veräußerung der Aktien oder die Ausschüttung der thesaurierten Mittel erst nach einem langen Zeitraum vorgenommen wird, der jedoch nicht offengelegt wird.

Seit dem 2. Quartal 2013 wird in 40 % aller Bewertungen des Jahres 2013 ein Zuschlag für inflationsbedingte Kursgewinne auf den halben Abgeltungsteuersatz aufgeschlagen, um die Einkommensteuerbelastung zu schätzen.

Folgende Grafik zeigt die Anzahl der Gutachten von 2013, die einen Zuschlag für inflationsbedingte Kursgewinne verwenden, und die Anzahl der Gutachten, die lediglich den halben Abgeltungsteuersatz zzgl. Solidaritätszuschlag (SolZ) zur Bemessung der Einkommensteuer ansetzen.



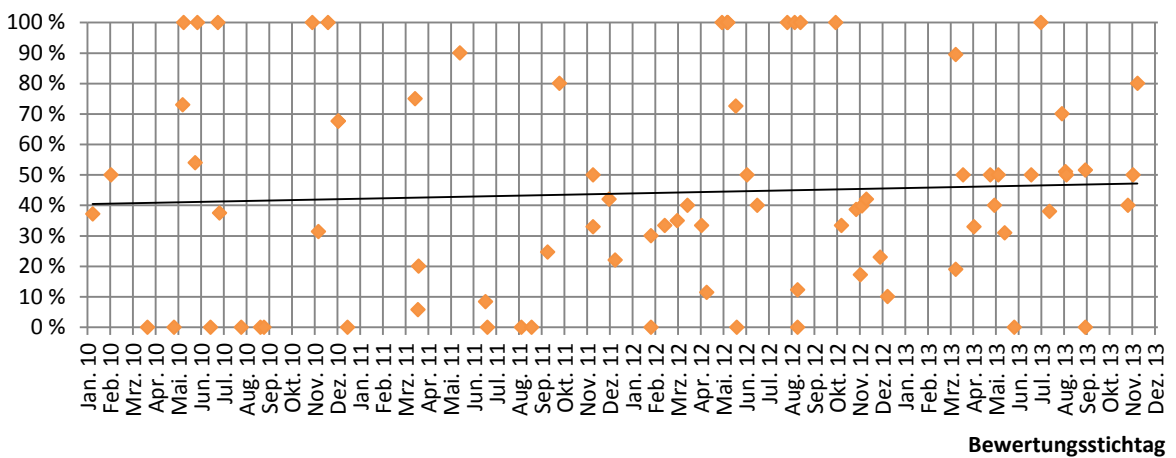
4.4 Ausschüttungsquoten

Sind Ausschüttungsquoten wertrelevant?

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 zu höheren Unternehmenswerten als Ausschüttungen.

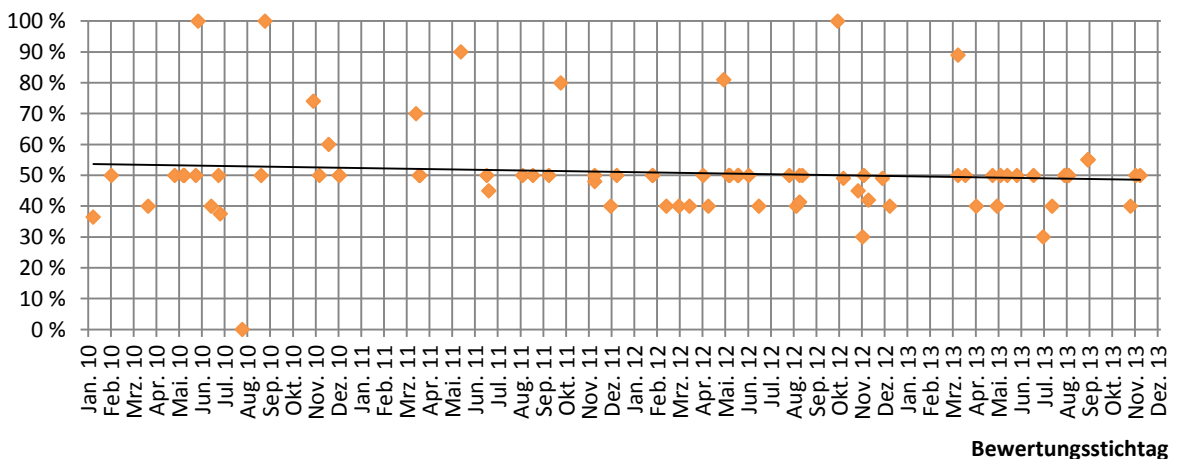
Die geplanten Ausschüttungsquoten in den Detailplanungszeiträumen richten sich im Allgemeinen nach der Unternehmensplanung und weisen eine breite Streuung auf. Der Mittelwert liegt bei 44 % und der Median bei 40 %. Ein eindeutiger Trend ist nicht erkennbar.

Ausschüttungsquote in Detailplanungsphase



Die Bandbreite der Ausschüttungsquoten in der Fortführungsphase dagegen ist wesentlich geringer und ihr Mittelwert beträgt 51 %. Die Ausschüttungen in der Fortführungsphase werden unterschiedlich abgeleitet, z.B. aus den durchschnittlichen Ausschüttungsquoten von Branchen- oder Peer Group-Unternehmen oder des Unternehmens selbst.

Ausschüttungsquote in Fortführungsphase



5 Kapitalisierungszinssatz

Was stellt der Kapitalisierungszinssatz dar und worauf ist bei der Ableitung grundsätzlich zu achten?

Der Kapitalisierungszinssatz stellt die Alternativrendite eines Investors dar, die dieser bei einer Investition in eine mit dem Bewertungsobjekt identische Alternativanlage erwarten kann bzw. fordert. Der Kapitalisierungszinssatz soll darüber hinaus hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung mit dem Bewertungsobjekt äquivalent sein.

5.1 Basiszinssatz

Welche Stellung nimmt der Basiszinssatz im Rahmen des CAPM ein?

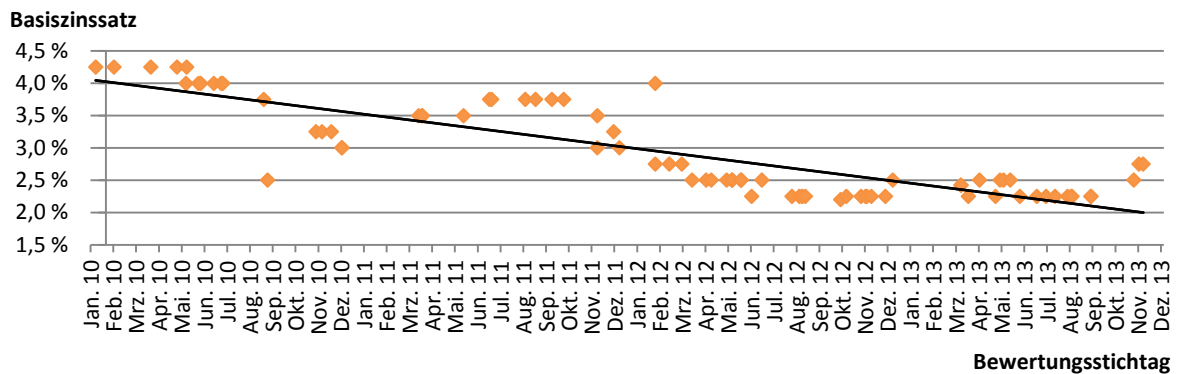
Im Rahmen des Capital Asset Pricing Models (CAPM) stellt der Basiszinssatz einen risikofreien Zinssatz dar, zu dem zu jeder Zeit und in unbegrenzter Menge investiert werden kann. Vor dem Hintergrund, dass in der Praxis keine risikofreien Zinssätze zu beobachten sind, wird grundsätzlich auf die aus Sicht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

Der durchschnittliche Basiszinssatz hat sich von 4,25 % im ersten Quartal 2010 auf 2,25 % im 3. Quartal 2013 deutlich verringert. Im 4. Quartal 2013 war ein Anstieg auf 2,67 % zu beobachten. Die Streubreite der verwendeten Basiszinssätze ist gering. Ein für den Bewertungsstichtag 30. August 2010 ungewöhnlich niedriger Basiszinssatz von 2,5 % wurde als laufzeitäquivalenter Zinssatz angesetzt, weil das Bewertungsobjekt nur eine einzige Ausschüttung im Jahr 2017 plante.

Entwicklung der durchschnittlichen Basiszinssätze je Quartal

Zeitraum	2010	2011	2012	2013
1. Quartal	4,25 %	3,50 %	2,95 %	2,42 %
2. Quartal	4,06 %	3,63 %	2,47 %	2,39 %
3. Quartal	3,26 %	3,75 %	2,29 %	2,25 %
4. Quartal	3,15 %	3,30 %	2,28 %	2,67 %
Jahres-Durchschnitt	3,74 %	3,52 %	2,46 %	2,38 %
Jahres-Median	4,00 %	3,50 %	2,50 %	2,25 %

Die Entwicklung der Basiszinssätze sowie die jeweilige Streuung zeigt auch folgende Grafik:



5.2 Marktrisikoprämie

Welche Stellung nimmt die Marktrisikoprämie im Rahmen des CAPM ein?

Die Marktrisikoprämie stellt neben dem Betafaktor im Rahmen der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes auf Basis des CAPM einen von zwei Parametern zur Berücksichtigung des systematischen Risikos einer Anlageform dar. Im theoretischen Sinne ist die Marktrisikoprämie dabei 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 risikobehaftete Anlageformen. Das Marktportfolio stellt somit ein rein theoretisches Konstrukt dar, dessen künftige erwartete Rendite in der Realität nicht ermittelbar ist.

Wie wird in der Praxis die Höhe der Marktrisikoprämie ermittelt?

Zur Schätzung der Marktrisikoprämie wird in der Bewertungspraxis als Proxy ("Stellvertreter") für das Marktportfolio in aller Regel unter Verwendung historischer Renditen auf einen Aktienindex zurückgegriffen. Zur Ermittlung des durchschnittlichen risikofreien Zinssatzes werden regelmäßig historische Renditen öffentlicher Anleihen verwendet. Die Marktrisikoprämie ergibt sich dann aus der Differenz aus der durchschnittlichen Marktrendite (der Aktien) und dem durchschnittlichen risikofreien Zinssatz.

Ein Anstieg der von den Gutachtern verwendeten Marktrisikoprämien ist ab dem Jahr 2012 erkennbar, besonders deutlich im 4. Quartal 2012 und erneut im 1. Quartal 2013. 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.

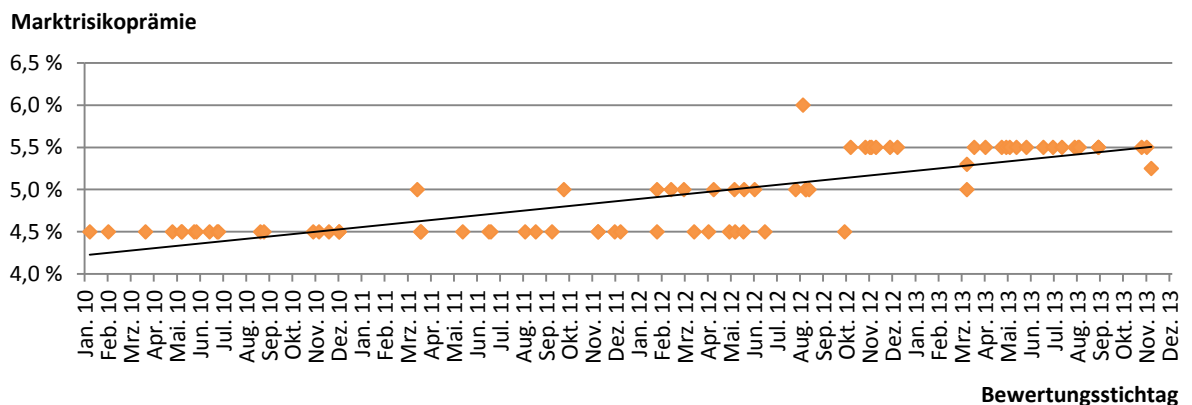
Im Folgenden sind die durchschnittlichen Marktrisikoprämien nach Quartal abgebildet. Der Wert der Marktrisikoprämie im 1. Quartal 2013 basiert lediglich auf zwei Gutachten. Hierbei handelt es sich um eine grenzüberschreitende Verschmelzung, bei der die übernehmende Gesellschaft nicht dem deutschen Recht unterliegt und Hauptniederlassungen

in mehreren Ländern besitzt. Der ausländische Bewerter hat bei der Schätzung der Marktrisikoprämie einen Mittelwert über die verschiedenen Marktrisikoprämien der einzelnen Länder gebildet. Bei der übertragenden (deutschen) Gesellschaft wurde die Marktrisikoprämie mit 5,0 % angesetzt.

Übersicht von der Entwicklung der Marktrisikoprämien nach Steuern

Zeitraum	2010	2011	2012	2013
1. Quartal	4,50 %	4,67 %	4,80 %	5,15 %
2. Quartal	4,50 %	4,50 %	4,75 %	5,50 %
3. Quartal	4,50 %	4,50 %	5,08 %	5,50 %
4. Quartal	4,50 %	4,60 %	5,38 %	5,42 %
Durchschnitt	4,50 %	4,57 %	5,02 %	5,45 %

Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung und Streuung der Marktrisikoprämien im Zeitablauf:



Obwohl die durchschnittliche Marktrisikoprämie im Jahr 2012 und 2013 anstieg, ging die Summe von Basiszinssatz und Marktrisikoprämie zwischen dem ersten Quartal 2010 und dem letzten Quartal 2012 von 8,75 % auf 7,65 % zurück. Im Jahr 2013 stieg die Summe aus Basiszinssatz und Marktrisikoprämie wieder geringfügig auf einen Jahresdurchschnitt von 7,83 %.

Bemerkenswert ist, dass in dem aktuellsten erfassten Gutachten mit dem Bewertungsstichtag im Dezember 2013 eine Marktrisikoprämie von 5,25 % nach Einkommensteuer angesetzt wurde, während die Marktrisikoprämien der beiden vorangegangenen Quartale durchgehend dem Mittelwert der vom IDW empfohlenen Bandbreite (5,5 %) entsprachen. Hier könnte sich also eine Trendwende ankündigen, die dem Rückgang der Krisensymptome Rechnung trägt.

Die Durchsicht der ersten Gutachten mit Bewertungsstichtag in 2014 ergibt ein uneinheitliches Bild. Während in einem Gutachten eine Marktrisikoprämie von 5,0 % angesetzt wird, beträgt in anderen Bewertungen die Marktrisikoprämie nach wie vor 5,5 %.

5.3 Betafaktor

Welche Stellung nimmt der Betafaktor im Rahmen des CAPM ein?

Der Betafaktor (im Folgenden auch: „Beta“) stellt neben der Markttrisikoprämie im Rahmen der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes auf Basis des Capital Asset Pricing Modells einen von zwei Parametern zur Berücksichtigung des systematischen Risikos einer Anlageform dar. Die Höhe des Betafaktors reflektiert das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Nur dieser Teil des Risikos wird im Rahmen des CAPM vom Markt vergütet. Unsystematische Risiken sind in der Risikoprämie damit nicht enthalten. Vor dem Hintergrund des großen Einflusses des Betafaktors auf den Unternehmenswert und der zahlreichen festzulegenden Parameter im Rahmen der Ableitung ist der Ableitung von Betafaktoren ein besonderes Augenmerk zu widmen.

Wie ist der Betafaktor zu interpretieren?

Je höher der Betafaktor, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Ist der Betafaktor gleich 1, entspricht das Risiko der Einzelanlage dem des Marktportfolios. Ist der Betafaktor größer als 1, ist das Risiko der Einzelanlage höher als das des Marktportfolios. Ist der Betafaktor kleiner als 1, ist das Risiko der Einzelanlage kleiner als das des Marktportfolios.

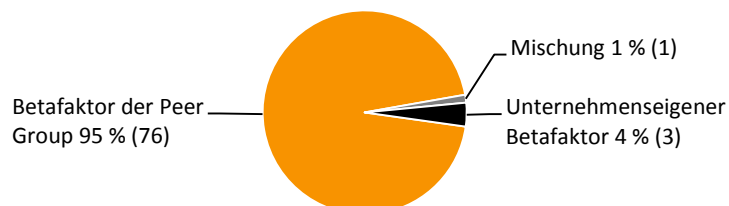
Wie lautet die mathematische Definition des Betafaktors und wie wird dieser hergeleitet?

Der Betafaktor eines börsennotierten Unternehmens ergibt sich als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des börsennotierten Unternehmens und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex. Technisch kann man zur Ermittlung der Betafaktoren eine lineare Regression über die Aktienkurs- und Aktienindexrenditen durchführen. Die Betafaktoren entsprechen dann dem Steigungsparameter der Regressionsgleichung.

5.3.1 Peer Group-Beta oder Betafaktor des Bewertungsobjekts

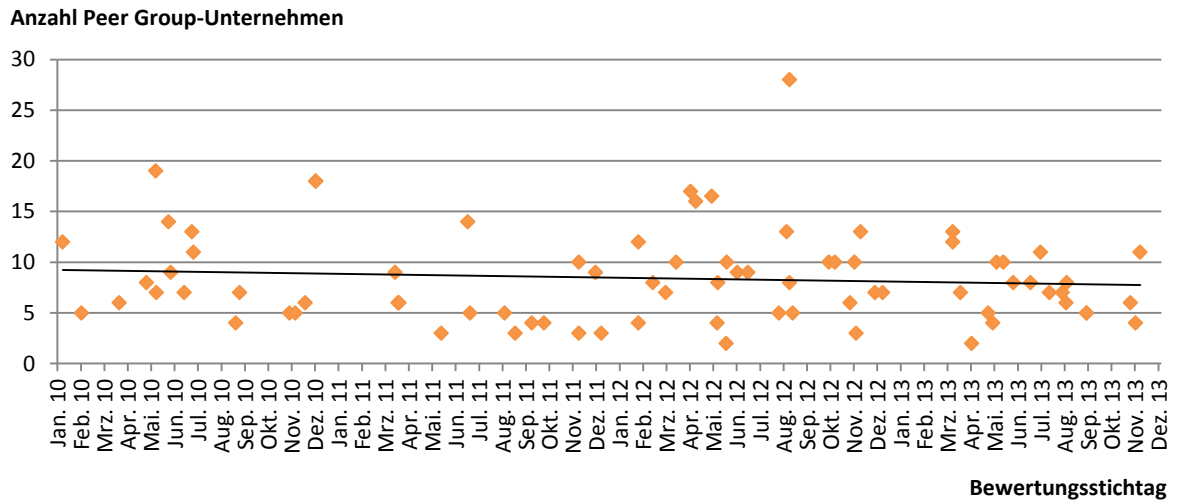
In 95 % der Gutachten wird der Mittelwert oder der Median der Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen angesetzt. Nur 4 % der Gutachter verwendeten den Betafaktor des Bewertungsobjekts. In sämtlichen Gutachten seit Juni 2012 (Bewertungsstichtag) werden die Betafaktoren von Peer Groups verwendet, lediglich in einem Fall wird zusätzlich der unternehmenseigene Betafaktor herangezogen und ein gewichteter Mittelwert gebildet.

Folgende Grafik veranschaulicht die Ergebnisse. Hierbei wurden in zwei Gutachten keine Betafaktoren ermittelt, da diese den Liquidationswert zur Ermittlung herangezogen haben.

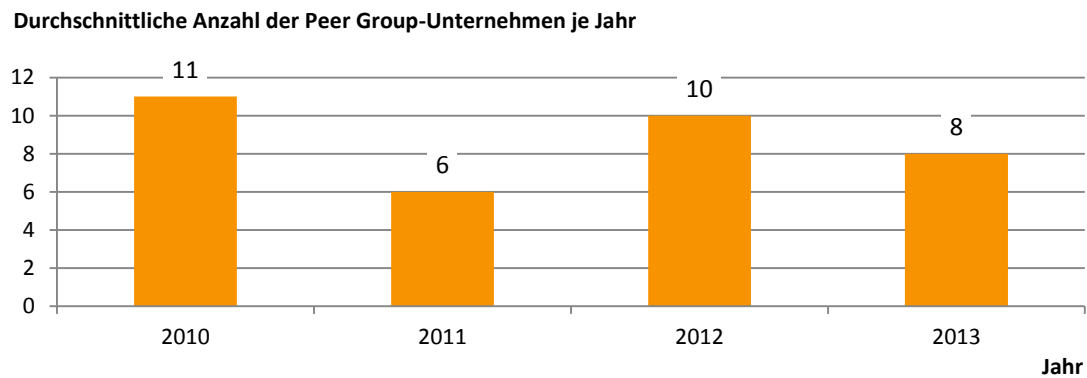


5.3.2 Zahl der Peer Group-Unternehmen

Im Durchschnitt werden rund acht Peer Group-Unternehmen zugrunde gelegt, bei einer Bandbreite von 2 bis 28. Die Anzahl der Peer Group-Unternehmen weist eine deutliche, aber abnehmende Streuung auf, wie folgende Grafik zeigt:



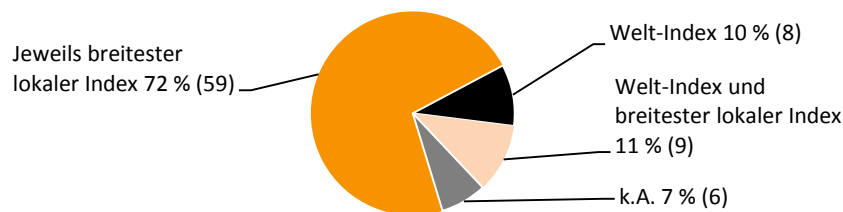
Die folgende Grafik zeigt die durchschnittliche Anzahl an verwendeten Peer Group-Unternehmen der einzelnen Jahre im Vergleich:



5.3.3 Referenzindex

Als Referenzindex (Aktienindexrendite, zu der die Renditen der Peer Group-Unternehmen ins Verhältnis gesetzt werden) wird in 72 % der Fälle ausschließlich ein breiter lokaler Index (jeweils bezogen auf das Peer Group-Unternehmen) herangezogen und in 10 % der Fälle ein Welt-Index.

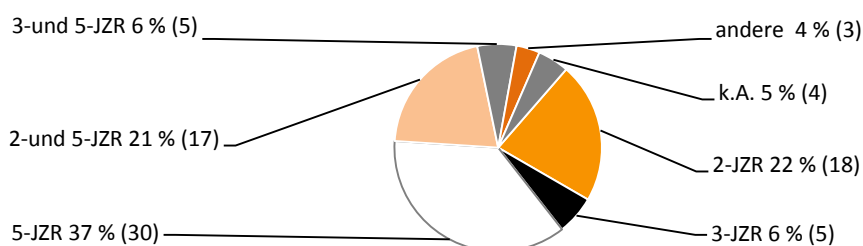
Der Anteil der Unternehmen, die als Referenz-Index einen Welt-Index verwenden, hat im Jahr 2013 deutlich zugenommen und beträgt 25 %. Der Welt-Index repräsentiert in diesen Fällen das Marktportfolio eines international diversifizierten Investors, was den Grundannahmen des CAPM näher kommt als die Verwendung eines lokalen Indexes. 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.



5.3.4 Erhebungszeitraum

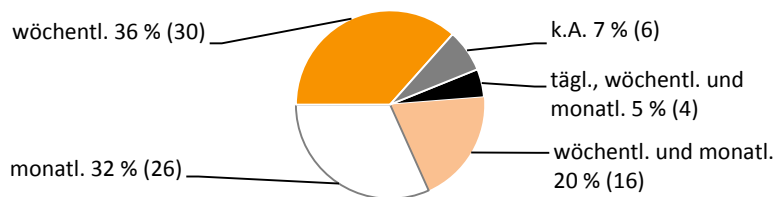
In 28 % der Bewertungen werden Betafaktoren für einen 2- oder 3-Jahreszeitraum (JZR) erhoben, in 37 % für einen 5-Jahreszeitraum. In 27 % der Fälle werden Betafaktoren für mehrere Jahreszeiträume erhoben.

Im Jahr 2013 stieg der Anteil der Gutachten, in denen die Betafaktoren auf Basis eines 5-Jahreszeitraums abgeleitet wurden, auf 50 %, während er in den Vorjahren im Durchschnitt 32 % betrug. In 35 % der Gutachten im Jahr 2013 werden sowohl Betafaktoren für zwei bzw. drei als auch fünf Jahre herangezogen. Der verbleibende Anteil der Gutachten von 2013 beruht auf Betafaktoranalysen für zwei oder drei Jahre.



5.3.5 Erhebungsintervall

Die Wahl der Erhebungsintervalle (monatliche, wöchentliche oder tägliche Intervalle) kann die Höhe der Betafaktoren beeinflussen. In den untersuchten Gutachten werden teils wöchentliche, teils monatliche Betafaktoren verwendet, nicht aber allein die täglichen, was möglicherweise auf die Gefahr der Verzerrung täglicher Betafaktoren durch den Intervalling-Effekt (verzögerte Anpassungsprozesse) zurückzuführen ist. Im Jahr 2013 werden in 60 % der Gutachten die Betafaktoren auf Basis monatlicher Beobachtungen abgeleitet, was einen erheblichen Anstieg gegenüber den Vorjahren darstellt. Jeweils 20 % der Gutachten des Jahres 2013 beruhen auf wöchentlichen Erhebungsintervallen bzw. sowohl wöchentlichen- als auch monatlichen Erhebungsintervallen.

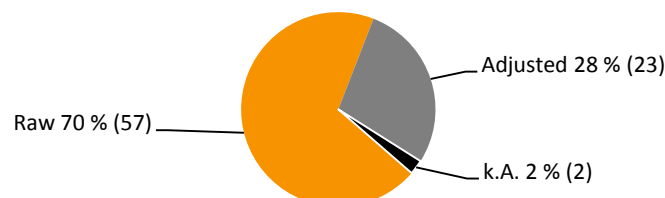


5.3.6 Raw oder Adjusted Betafaktor

Warum werden Betafaktoren pauschal angepasst?

Raw Betafaktoren entsprechen den sich unmittelbar aus den Kapitalmarktdaten ergebenden Werten. Sogenannten adjusted Betas liegt die Annahme zugrunde, dass Betafaktoren eine autoregressive Tendenz haben und langfristig gegen 1 tendieren. Der Datendienstleister Bloomberg stellt adjusted Betas zur Verfügung, die der Summe des mit 0,66 gewichteten Raw Betas und 0,33 entsprechen (sog. Blume-Anpassung).

In 70 % der Bewertungen wird das Raw Beta verwendet und auf pauschale Anpassungen verzichtet. Im Jahr 2013 betrug der Anteil der Gutachten, die Raw Betafaktoren verwenden, ebenfalls 70 % (nach 76 %, 57 %, 67 % in den Jahren 2010 bis 2012).

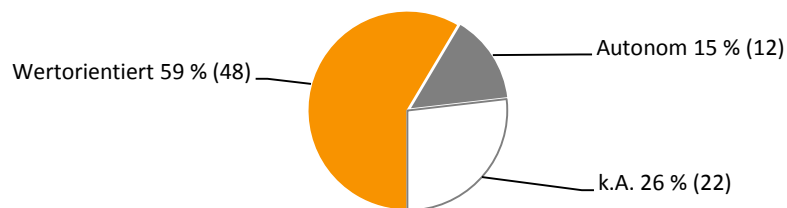


5.3.7 Sichere oder unsichere Tax-Shields

Sind Steuervorteile der Fremdfinanzierung sicher oder unsicher?

Unter der Annahme einer autonomen Finanzierungspolitik, d.h. gleichbleibenden Fremdkapitals, werden die Steuervorteile der Fremdfinanzierung (Tax-Shields) als sicher betrachtet. Nimmt man an, dass die Finanzierungspolitik wertorientiert ist, werden die Tax-Shields als unsicher angesehen. Beim Unlevern und Relevern der Betafaktoren zur Anpassung an unterschiedliche Kapitalstrukturen werden bei autonomer bzw. wertorientierter Finanzierungspolitik unterschiedliche Formeln verwendet.

In 59 % der Gutachten werden unsichere Tax-Shields und eine wertorientierte Finanzierungspolitik unterstellt. In 26 % der Fälle lassen sich keine eindeutigen Annahmen der Finanzierungspolitik ableiten.



5.3.8 Debt Beta

Was ist das Debt Beta und warum wird es berechnet?

Das sogenannte Debt Beta wird beim Unlevern und Relevern von Betafaktoren angesetzt, um zu berücksichtigen, dass die Fremdkapitalgeber einen Teil des Risikos übernehmen und sich das Risiko der Eigenkapitalgeber entsprechend verringert. Bei der Anwendung der Standardformel zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten für ein verschuldetes Unternehmen wird implizit risikoloses Fremdkapital unterstellt, so dass demzufolge die Eigenkapitalgeber das gesamte operative Risiko alleine zu tragen haben. Tatsächlich übernehmen die Fremdkapitalgeber häufig einen Teil des operativen Risikos in der Form, dass sie ihr zukünftiges Kapital nicht zurück erhalten. Dieses Ausfallrisiko kompensieren die Fremdkapitalgeber durch einen Zinsaufschlag auf den risikolosen Zinssatz. Bei der Berücksichtigung von Debt Beta wird in der Praxis dieser Zinsaufschlag der Fremdkapitalgeber ins Verhältnis zur Marktrisikoprämie gesetzt. Somit drückt das Debt Beta den Anteil aus, den die Fremdkapitalgeber an der Marktrisikoprämie übernehmen.

Wie wirkt sich die Berücksichtigung des Debt Beta aus?

Die Verwendung von Debt Beta ermöglicht es dem Gutachter (u.a.) eine Wertidentität zwischen Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren herzustellen. Zudem führt die Verwendung von Debt Beta regelmäßig zu geringerer Streuung von Betafaktoren.

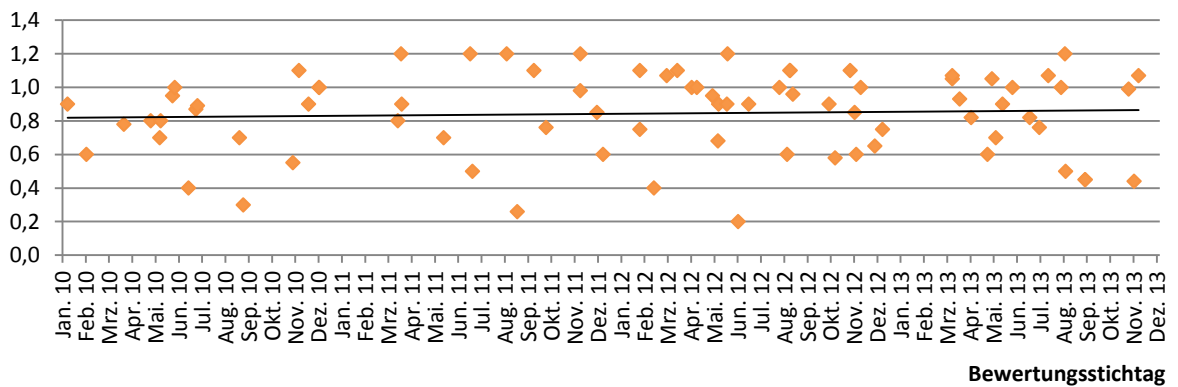
Aus dem weit überwiegenden Teil der Gutachten geht nicht hervor, ob Debt Beta verwendet wurde. Nur in 11 % der Fälle wurde auf die Berücksichtigung von Debt Beta explizit hingewiesen. Im Jahr 2013 enthielt ein höherer Anteil der Gutachten Angaben über die Verwendung von Debt Beta (20 %). Da die Frage der Verwendung von Debt Beta wertre-

levant ist, könnte die Angabe, ob Debt Beta verwendet wurde, zu einer Verbesserung der Transparenz beitragen.

5.3.9 Höhe von unlevered Betafaktoren

Die in den Gutachten angesetzten unlevered Betafaktoren betragen im Mittel 0,84 und weisen eine breite Streuung auf, was auch auf branchenspezifische Unterschiede zurückzuführen ist. Eine Auswertung der Betafaktoren nach Branchen wäre aufgrund der zu geringen Zahl der Beobachtungen nicht aussagefähig.

Höhe Betafaktoren (unlevered)



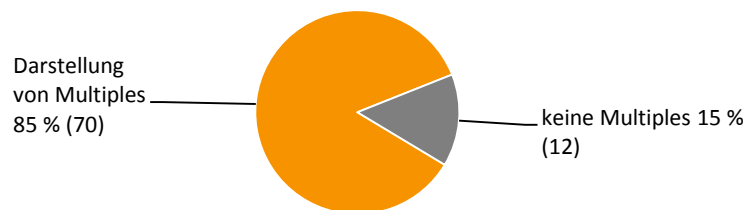
Der Durchschnitt der Betafaktoren hat sich im Jahr 2013 gegenüber den Vorjahren nahezu nicht verändert. Die niedrigsten Betafaktoren im Jahr 2013 betragen 0,44 bzw. 0,45 und bezogen sich auf den Immobiliensektor.

6 Multiplikatorbewertung

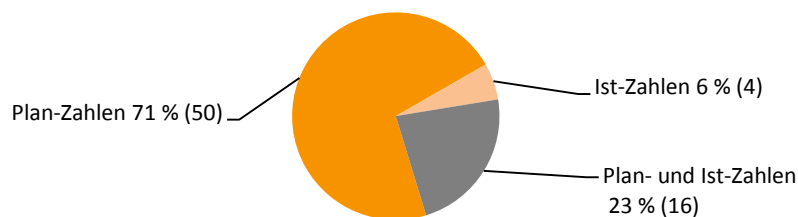
Worauf basiert das Multiplikatorverfahren?

Bei der Multiplikatorbewertung 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.

85 % der Gutachten enthalten eine Multiplikatorbewertung zur Plausibilisierung des errechneten Unternehmenswerts. Im Jahr 2013 wurde sogar in 90 % der Fälle eine Multiplikatorbewertung durchgeführt.



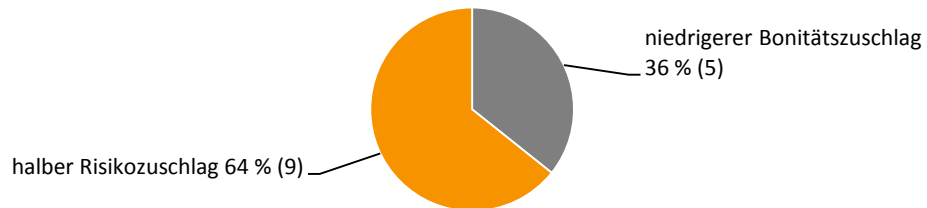
In nur vier Fällen (drei davon aus 2013) basiert die Multiplikatorbewertung ausschließlich auf Ist-Zahlen. 71 % der Multiplikatorbewertungen liegen hingegen ausschließlich Plan-Zahlen zugrunde.



Im Jahr 2013 betrug der Anteil der Multiple-Bewertungen mit Plan- und Ist-Zahlen 28%. Die Hälfte der Bewertungen mit Stichtag in 2013 enthielt Multiplikatorbewertungen, die ausschließlich auf Plan-Zahlen beruhen. Auf 17 % zugenommen hat der Anteil der Multiplikatorbewertungen, die ausschließlich auf Ist-Zahlen beruhen.

7 Ausgleichszahlung

In 64 % der Gutachten anlässlich der Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge wurde zur Ermittlung der Ausgleichszahlung der risikolose Zinssatz um den halben in der Unternehmensbewertung angesetzten Risikozuschlag erhöht. In 36 % der Gutachten setzt sich der Verrentungssatz aus dem risikolosen Zinssatz und einem niedrigeren Bonitätszuschlag zusammen.



8 Über I-ADVISE

Die I-ADVISE AG ist eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die sich auf Unternehmensbewertung und Due Diligence spezialisiert hat. Unsere Leistungen im Bereich Valuation Services umfassen qualifizierte Unternehmensbewertungen aus unterschiedlichen Anlässen und unabhängige Prüfungen bei Abfindungen und Verschmelzungen sowie Fairness Opinions und Kaufpreisallokationen.

Unabhängigkeit, Integrität und Objektivität verstehen wir als integrale Bestandteile unserer Leistung. Unbelastet von jeglichen Interessenkonflikten gilt unser Augenmerk allein der uns übertragenen Aufgabe.

Die I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist Teil eines internationalen Netzwerks von Beratungsunternehmen, die bei Bedarf komplexe Unternehmenstransaktionen begleiten können.

Kontakt:



DR. JOCHEN BEUMER

Wirtschaftsprüfer, Partner I-ADVISE AG

I-ADVISE AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Franz-Rennefeld-Weg 5
D-40472 Düsseldorf
Telefon: +49 (211) 5 180 28 16
E-Mail: jochen.beumer@i-advise.de
www.i-advise.de

ANLAGE

Ausgewertete Gutachten

Bewertungsstichtag im Jahr 2013

Bewertungsobjekt/Abhängiges Unternehmen / Übertragender Rechtsträger

Generali Deutschland Holding AG
GBW AG
Terex Material Handling & Port Solutions AG
Prime Office REIT-AG
CinemaxX AG
W.E.T. Automotive Systems AG
Rücker AG
Hansen Sicherheitstechnik AG
Computec Media AG
Dyckerhoff AG
MAN SE
Ventegis Capital AG
Douglas Holding AG
itelligence AG
SCA Hygiene Products SE
HYMER AG
Heiler Software AG
Reply Deutschland AG

Hauptaktionär/Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger

Assicurazioni Generali S.p.A.
Pearl AcquiCo Eins GmbH & Co. KG
Terex Industrial Holding AG
OCM German Real Estate Holding AG
Vue Beteiligungs GmbH
Gentherm Europe GmbH
ATON Engineering AG
Kopex S.A.
Marquard Media International AG
Buzzi Unicem S.p.A.
Truck & Bus GmbH
Berliner Effektengesellschaft AG
Beauty Holding Two GmbH
NTT DATA EUROPE GmbH & Co. KG
SCA Group Holding B.V.
Erwin Hymer Vermögensverwaltungs AG
Informatica Deutschland AG
Reply S.p.A.

Bewertungsstichtag im Jahr 2012

Bewertungsobjekt/Abhängiges Unternehmen / Übertragender Rechtsträger

F. Reichelt AG
Andreas-Noris Zahn AG (ANZAG AG)
IBS AG excellence, collaboration, manufacturing
Derby Cycle AG
net-m privatbank 1891 AG
Tognum AG
RENERCO Renewable Energy Concepts AG
MCS Modulare Computer und Software Systeme AG
SHIGO ASIA AG
Garant Schuh + Mode AG
Graphit Kropfmühl AG
Damp Holding AG
Comarch Software und Beratung AG
Utimaco Safeware AG
Rathgeber AG
Deutsche Postbank AG
W.O.M. World of Medicine AG
INFO Gesellschaft für Informationssysteme AG
Solarparc AG
Bausparkasse Mainz AG
Landesbank Berlin Holding AG
TDS Informationstechnologie AG
Leica Camera AG
Demag Cranes AG
Deutsche Immobilien Holding AG
Schramm Holding AG
Versatel AG

Hauptaktionär/Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger

Fedor Holding GmbH
Alliance Healthcare Deutschland Holdings 1 GmbH
Siemens Beteiligungen Inland GmbH
PON Holding Germany GmbH
net mobile AG
Engine Holding GmbH
BayWa r.e. GmbH
Franz Hensmann AG
Crown Eminence Investment Limited
ANWR Garant International AG
AMG Mining AG
HELIOS Kliniken GmbH
Comarch AG
Sophos Holdings GmbH
F.X. Meiller Beteiligungs-GmbH
DB Finanz-Holding GmbH
ATON GmbH
INFO Gesellschaft für Informationssysteme Holding AG
SolarWorld AG
INTER Krankenversicherung AG
Erwerbsgesellschaft der S-Finanzgruppe
Fujitsu Services Overseas Holding Ltd
Lisa Germany Holding GmbH
Terex
Zech
Salvador AG
VictorianFibre Holding GmbH

Bewertungstichtag im Jahr 2011

Bewertungsobjekt/Abhängiges Unternehmen / Übertragender Rechtsträger

PROCON MultiMedia AG
Medion AG
Süd-Chemie AG
Triumph International AG
LHA Internationale Lebensmittelagentur Krause AG
REpower Systems SE
FrankonoWest AG
W.E.T. Automotive Systems AG
A. Moksel AG
Frogster Interactive Pictures AG
INTERHYP AG
GeneScan Europe AG
INTERSEROH SE
P&I Personal & Informatik AG

Hauptaktionär/Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger

MHG Media Holdings AG
Lenovo Germany Holding GmbH
Clariant AG
Triumph International Holding GmbH
LHA Holding A. und R. Krause GbR
AE-Rotor Holding B.V.
TAG Immobilien AG
Amerigon Europe GmbH
VION N.V.
Gameforge AG
ING Direct N.V.
Eurofins ventures B.V.
ALBA Group plc & Co. KG
Argon GmbH

Bewertungstichtag im Jahr 2010

Bewertungsobjekt/Abhängiges Unternehmen / Übertragender Rechtsträger

Winter AG
Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG
Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG
PC-Ware AG
GENEART AG
Gasanstalt Kaiserslautern AG
Actris AG
Klöckner-Werke AG
Christ Water Technology AG
HBW Abwicklungs AG
ALTANA AG
Computerlinks AG
k.A.li-Chemie AG
Themis Industries Group
syskoplan AG
Ergo Versicherung AG
Burgbad AG
Maihak AG
Winkler+Duennebier AG
Dom-Brauerei AG
IDS Scheer AG

Hauptaktionär/Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger

Trüb AG
Landesbank Berlin AG
Landesbank Berlin AG
PERUNI Holding GmbH
Applied Biosystems Deutschland GmbH
EWG Energie-Wasser-Partner AG
ACTRIS Beteiligungs GmbH & Co. KG
Salzgitter Mannesmann AG
Eimco Water Technologies GmbH
InBev Germany Holding GmbH
Skion GmbH
CSS Computer Security Solutions Erwerbs GmbH
Solvay k.A.li-Chemie Holding GmbH
Heliad Equity Partners
Reply S.p.A.
Münchner Rückversicherungs-Gesellschaft AG
ECZACIBASI
Sick Maihak GmbH
Körber AG
Vertriebsgesellschaft Deutscher Brauereien mbH
SAG Beteiligungs GmbH