

Studie zur Bewertungspraxis
bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen
7. Auflage (2010 – 2020)

Düsseldorf, Februar 2021

Sehr geehrte Leserin,
sehr geehrter Leser,

ich freue mich, Ihnen unsere aktuelle Studie zur Bewertungspraxis anlässlich aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen mit Stand Februar 2021 zu präsentieren. In unserer mittlerweile 7. Auflage haben wir die Grundgesamtheit der untersuchten Fälle um diejenigen mit Bewertungsstichtag in 2020 erweitert. Damit liegen unserer Studie nun elf Jahresscheiben bzw. 214 untersuchte Bewertungsfälle zugrunde. Erstmals gehen wir auch 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



A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Jochen Beumer', written in a cursive style.

WP Dr. Jochen Beumer

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 – Valuation Team		28
Anlage 1	Ausgewertete Gutachten	30
Anlage 2	Nicht vorliegende Gutachten	33

1. 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 ff. AktG oder § 62 Abs. 5 UmwG sowie Verschmelzungsberichte und Gutachten anlässlich von Rechtsformwechseln nach §§ 190 ff. UmwG in 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 Elf-Jahreszeitraums von 2010 bis 2020 einbezogen. Die Jahre 2009 und früher sind nicht berücksichtigt, weil die Einführung der Abgeltungsteuer zu Änderungen der Bewertungsparameter geführt hat.

Mit 19 Fällen im Jahr 2020 nähert sich die Zahl der Maßnahmen nach einer rückläufigen Tendenz der Vorjahre wieder dem langjährigen Durchschnitt an. Mit einer Bewertung von rd. 66,7 Mrd. € für die Audi AG bzw. rd. 23,8 Mrd. € für die Innogy SE wurden dabei auch außergewöhnlich große Squeeze-out-Maßnahmen durchgeführt.

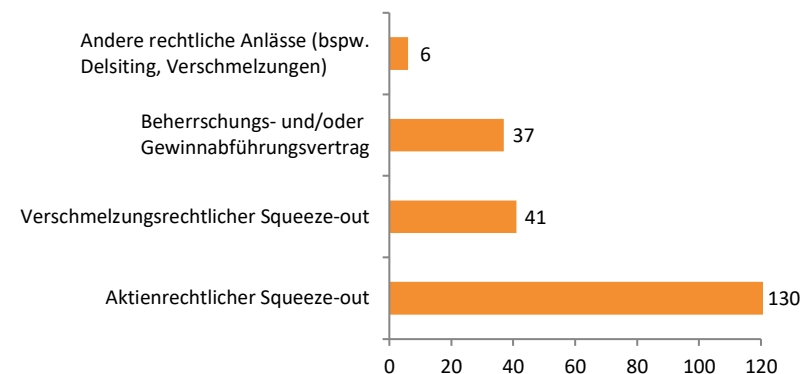
Die in der Studie ausgewerteten Gutachten und Prüfungsberichte sind in Anlage 1 aufgelistet. Anlage 2 umfasst nicht öffentliche gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen, deren Bewertungsgutachten nicht vorlagen und die deshalb nicht für die Studie ausgewertet werden konnten. Sollte uns ein Leser weitere, noch nicht erfasste Gutachten zusenden, werden wir die Studie entsprechend ergänzen. Insgesamt haben wir 214 Unternehmensbewertungen analysiert, die überwiegend anlässlich von Squeeze-outs erfolgten, wie nebenstehende Grafik zeigt.

FÄLLE IM JAHR 2020

Unternehmen	Stichtag	Anlass
WORLD HOTELS AG	10.03.2020	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Kontron AG	13.03.2020	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
AUDI AG	31.07.2020	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
IMW Immobilien SE	06.08.2020	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Stada Arzneimittel AG	24.09.2020	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Schuler AG	24.09.2020	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
HSBC Trinkaus & Burkhardt AG	19.11.2020	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Axel Springer SE	26.11.2020	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Mercurius AG	22.12.2020	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Innogy SE	04.03.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Comdirect Bank AG	05.05.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
BHS tabletop AG	22.09.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
ISRA VISION AG	15.12.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Design Hotels AG	17.12.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Renk AG	22.12.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
First Sensor AG	26.05.2020	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
OSRAM AG	03.11.2020	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
msg life AG	10.11.2020	Beherrschungsvertrag
EASY SOFTWARE AG	23.12.2020	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Ausgewertete Gutachten 2010 – 2020 nach Bewertungsanlass



Ausgewertete Gutachten nach Bewertungsanlass (2/2)

Nebenstehende Grafik zeigt den Anlass der ausgewerteten Gutachten im Zeitverlauf.

Seit dem Tiefpunkt öffentlicher Strukturmaßnahmen in 2018 hat sich die Anzahl der Fälle nach 2019 in 2020 wieder erhöht. Im Gegensatz zum Vorjahr waren dabei auch wieder zahlreiche Fälle aus bedeutenden Aktienindizes wie MDAX oder TecDAX enthalten, wie Innogy SE, Osram AG oder First Sensor AG.

Im Jahr 2020 erreichte der Anteil der verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs an der Gesamtzahl der Squeeze-outs mit 40% seinen Höchststand. Für den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out ist nur die Zustimmung von 90% der Aktionäre erforderlich, während der aktienrechtliche Squeeze-out eine Mehrheit von 95% erfordert.

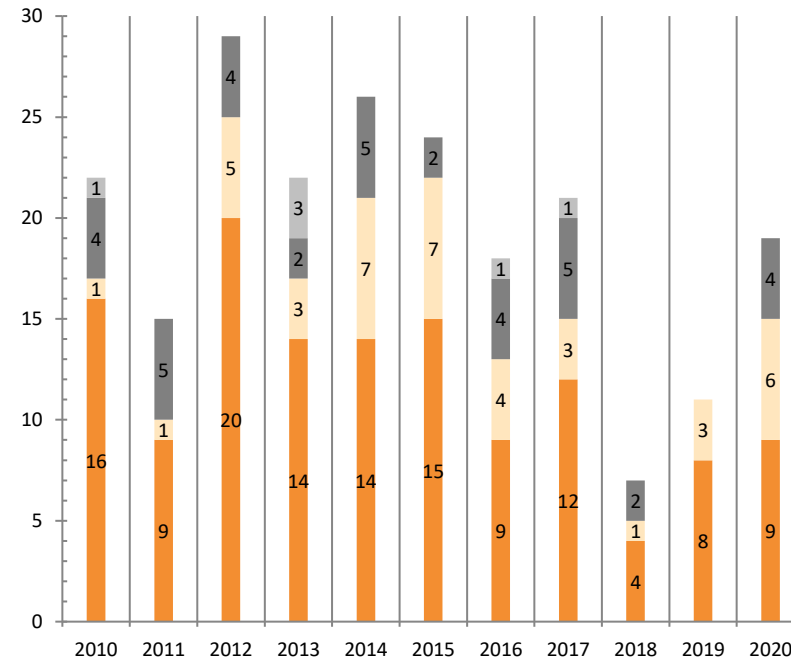
FÄLLE IM JAHR 2020 - VERSCHMELZUNGSRECHTLICHE SQUEEZE-OUTS

Unternehmen	Stichtag	Anlass
Renk AG	22.12.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Design Hotels AG	17.12.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
ISRA VISION AG	15.12.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
BHS tabletop AG	22.09.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Comdirect Bank AG	05.05.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Innogy SE	04.03.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Ausgewertete Gutachten nach Jahr und Anlass

Anzahl der Gutachten



- Andere rechtliche Anlässe (bspw. Delsiting, Verschmelzungen)
- Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag
- Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out
- Aktienrechtlicher Squeeze-out

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.

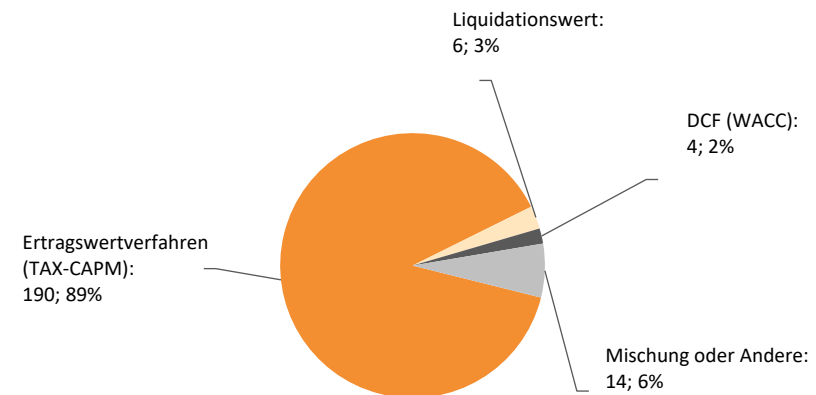
Das Ertragswertverfahren und das Flow to Equity-Verfahren stellen sogenannte Netto-Verfahren dar, die den Wert des Eigenkapitals direkt ermitteln (Equity-Ansatz). Demgegenüber ermittelt das WACC-Verfahren in einem ersten Schritt den Gesamtunternehmenswert einschließlich des Werts der Schulden durch Diskontierung 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 2020 kam es in 89% der Fälle ausschließlich zum Einsatz. In 2020 wurde kein anderes Bewertungsverfahren angewandt.

Bewertungsverfahren (Anzahl / Anteil)



2.2 Abfindung gemäß Bewertungsverfahren oder zum Börsenkurs

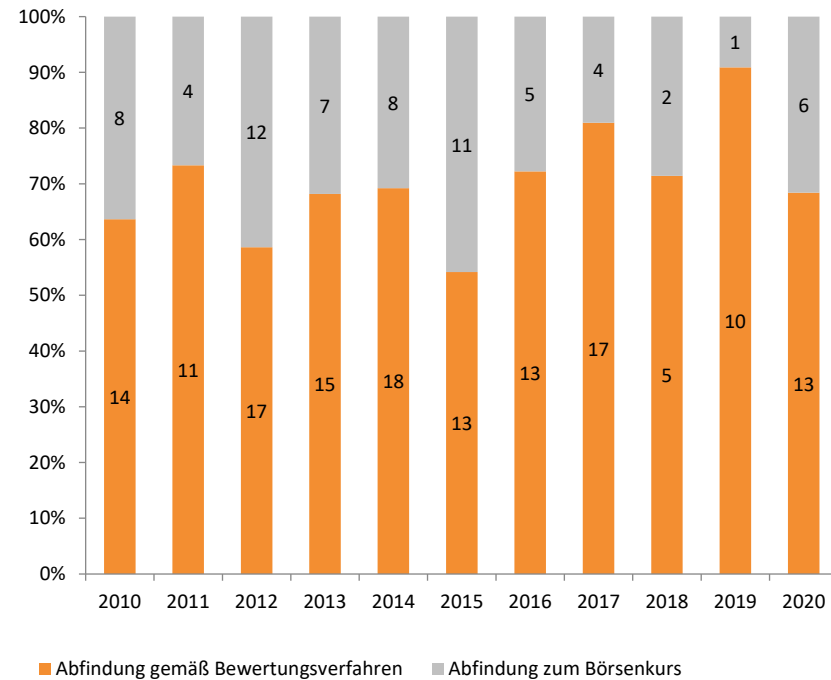
In 68% der Fälle in den Jahren 2010 bis 2020 war der ermittelte Unternehmenswert Grundlage der Bemessung der Barabfindung. Die Gründe hierfür sind neben einer mangelnden Börsennotierung die Tatsache, dass der so ermittelte Wert höher als der Börsenkurs war oder der Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelte.

Im Jahr 2020 war in einem Drittel der Fälle der Börsenkurs höher als der Ertragswert je Aktie, u.a. bei der Innogy SE und bei der Comdirect Bank AG.

FÄLLE IM JAHR 2020 - ABFINDUNG ZUM BÖRSENKURS

Unternehmen	Stichtag	Anlass
Innogy SE	04.03.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Comdirect Bank AG	05.05.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
First Sensor AG	26.05.2020	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
ISRA VISION AG	15.12.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Design Hotels AG	17.12.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Renk AG	22.12.2020	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

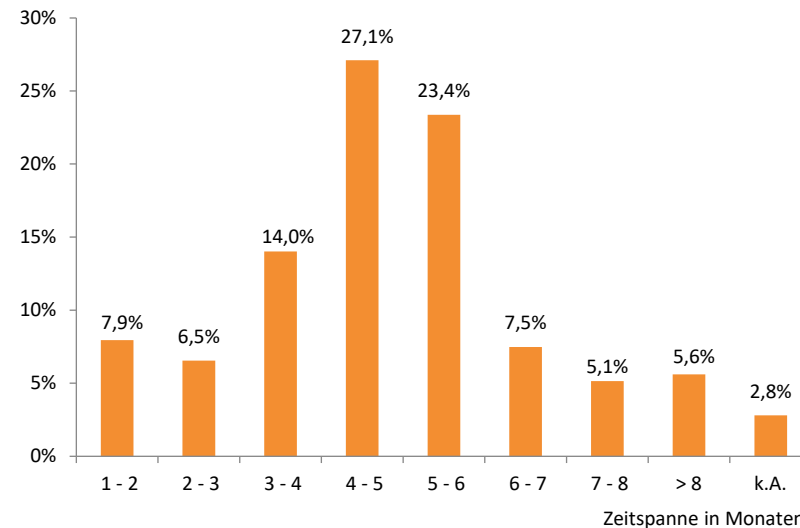


2.3 Zeitraum zwischen Ankündigung und Bewertungsstichtag

Die Zeitspanne zwischen der Ankündigung der Maßnahme und dem Bewertungsstichtag, d. h. dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung, beträgt durchschnittlich 4,9 Monate mit einem Minimum von 1,2 und einem Maximum von 22,4 Monaten. In letzterem Fall wurde eine Fortschreibung 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.

Im Jahr 2020 lag der Mittelwert des Zeitraums zwischen Ankündigung und Bewertungsstichtag bei 5,4 Monaten. Das Maximum lag bei knapp 10 Monaten. In sechs Gutachten bzw. 2,8% der Strukturmaßnahmen war der Ankündigungstag nicht ermittelbar.

Zeitspanne in Monaten zwischen Bewertungsstichtag und Ankündigungstag



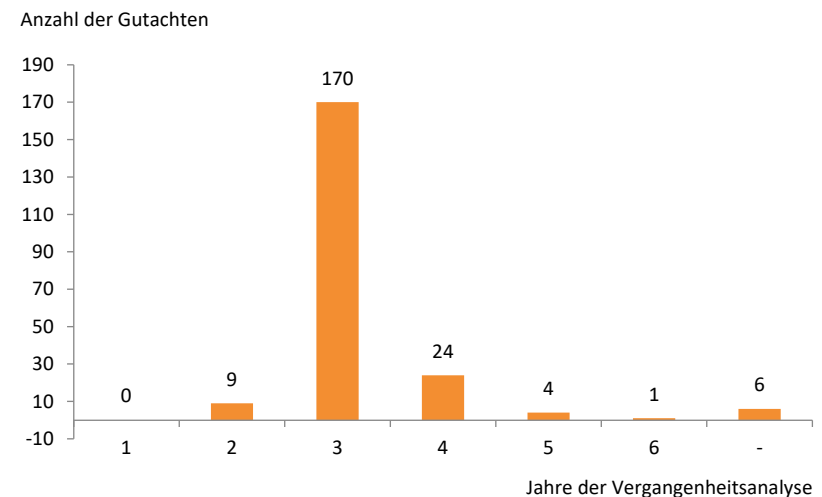
3. Ausschüttungsfähiges Ergebnis

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 80% der Fälle wurden die Vergangenheitsergebnisse eines Dreijahreszeitraums analysiert und in 11% der Fälle eines Zeitraums von 4 Jahren.

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.

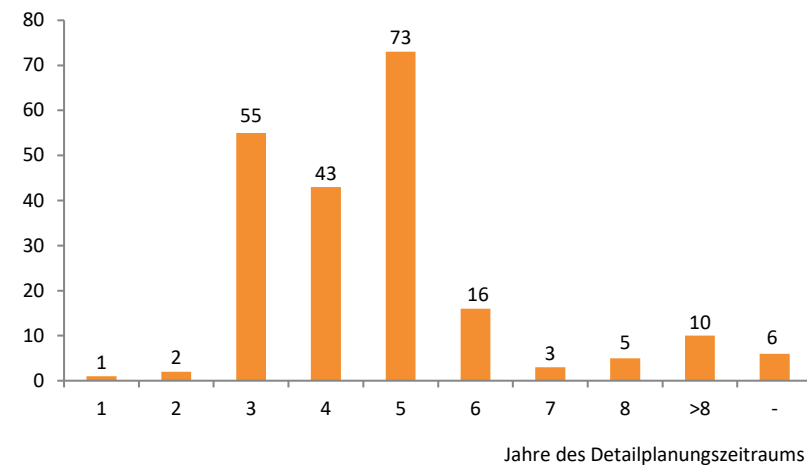
3.2.1 Planungshorizont

In 80% der Gutachten wird ein Detailplanungshorizont von drei bis fünf Jahren zugrunde gelegt. Nur rd. 1,5 % der Gutachten aus den Jahren 2010 bis 2020 zeigen einen kürzeren Planungszeitraum. Signifikant längere Planungszeiträume betreffen meist Infrastrukturinvestitionen sowie Solar-Unternehmen oder Lebensversicherungen.

In 2020 waren längere Detailplanungszeiträume zu beobachten als im Durchschnitt der Vergangenheit. So wurde im Fall der IMW Immobilien SE aus 2020 ein 10-jähriger Planungszeitraum zugrunde gelegt. In den Fällen der BHS tabletop AG, der OSRAM AG, der EASY SOFTWARE AG und der Audi AG erstreckte sich die unternehmenseigene Planung über sechs Jahre. Im Fall der Innogy SE wurde ein dreijähriger Detailplanungszeitraum um eine anschließende 7-jährige Grobplanungsphase erweitert.

Jahre Detailplanungszeitraum

Anzahl der Gutachten



3.2.2 Trennung in Phasen

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse kann in einen Detailplanungszeitraum, ggf. erweitert um eine 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.

Die Bewertungspraxis der jüngeren Vergangenheit ist durch eine Tendenz zur stärkeren Nutzung von Grobplanungsphasen zur Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisniveaus sowie durch die Ableitung von nachhaltigen Margen auf Basis von Durchschnittswerten der Vergangenheit und/oder Planungsperioden geprägt. Seltener werden die nachhaltigen Ergebnisse unmittelbar aus dem letzten Planjahr abgeleitet.

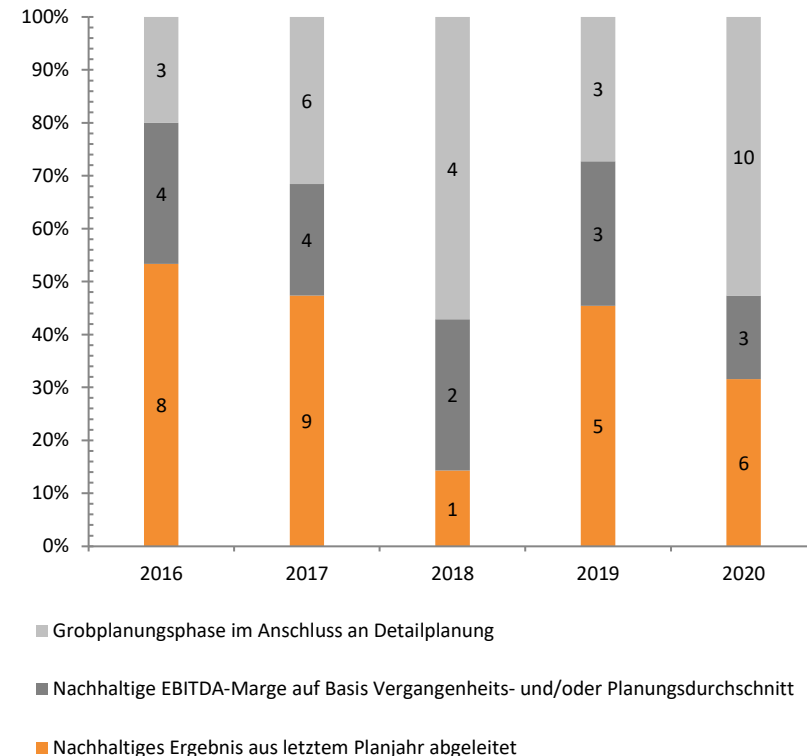
Im Jahr 2020 sind in mehr als der Hälfte der Fälle Konvergenzphasen bzw. Grobplanungsphasen zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses ergänzt worden.

Als „Ableitung der nachhaltigen Ergebnisse aus dem letzten Planjahr“ werden auch Fälle erfasst, in denen bei der Ableitung der ewigen Rente eine Re-Investitionsrate und die Wachstumsrate für ein Jahr berücksichtigt wurde.

In den Bewertungen der Mercurius AG, der EASY SOFTWARE AG, der ISRA VISION AG, der Stada Arzneimittel AG, der OSRAM AG, der IMW Immobilien SE, der First Sensor AG, der Comdirect Bank AG, der Kontron AG und der Innogy SE wurde der Detailplanungszeitraum um eine Konvergenzphase bzw. Grobplanungsphase erweitert. Die vom jeweiligen Bewertungsgutachter ergänzte Konvergenzphase bzw. Grobplanungsphase umfasste in einzelnen Fällen einen Zeitraum von bis zu 7 Jahren.

Planungsfortschreibung und Ableitung nachhaltiges Ergebnis

Anteil der Gutachten



3.3 Ergebniswachstum in der Planung

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

Nur zwei Fälle im Jahr 2020 wiesen im letzten Ist-Jahr ein negatives bereinigtes EBIT aus. Obwohl die Planungsrechnungen grundsätzlich eine positive Entwicklung aufweisen, gehen diese Fälle nicht in das durchschnittliche Ergebniswachstum ein.

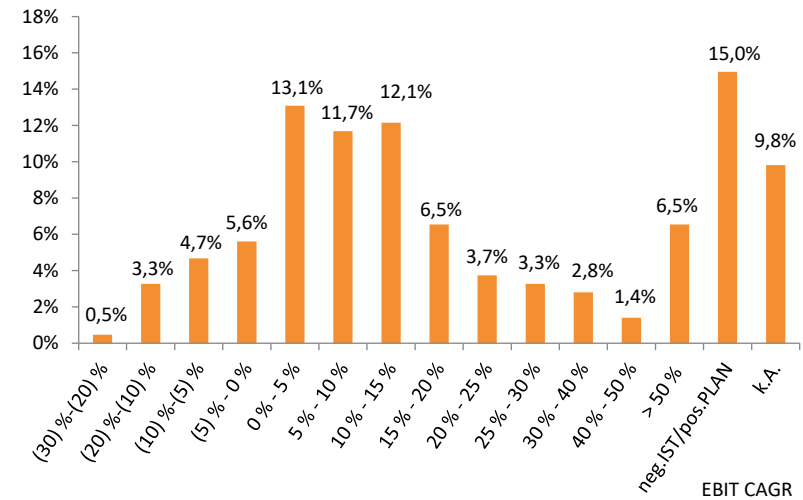
Der Durchschnitt des jährlichen Ergebniswachstums in Höhe von 18,1% und der Median in Höhe von 9,5% über alle auswertbaren 161 Planungen haben sich im Vergleich zu unserer Auswertung im vorangegangenen Jahr erhöht.

Bemerkenswerte Steigerungsraten ergaben sich im Jahr 2020 bei der Schuler AG mit fast 400%, bei der OSRAM AG mit 80% und der First Sensor AG mit 40%.

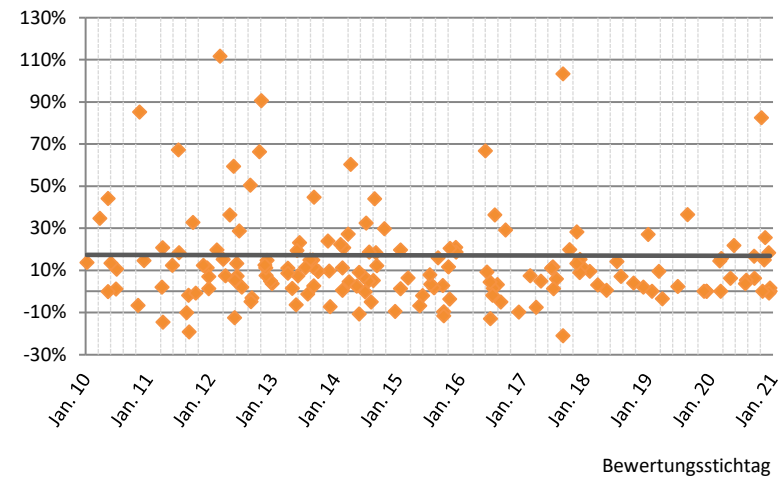
Im Fall der Innogy SE wurde im Detailplanungszeitraum (2020-2022) ein Ergebniswachstum in Höhe von 14,5% unterstellt, allerdings zeigt die vom Bewertungsgutachter angefügte 7-jährige Grobplanungsphase in diesem Fall u.a. infolge sinkender Renditen aus Stromnetzen ein rückläufiges Ergebnisniveau. Bei der Bewertung der Innogy SE wurden explizit Synergieeffekte mit der Muttergesellschaft berücksichtigt.

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

Anteil der Gutachten



CAGR



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.

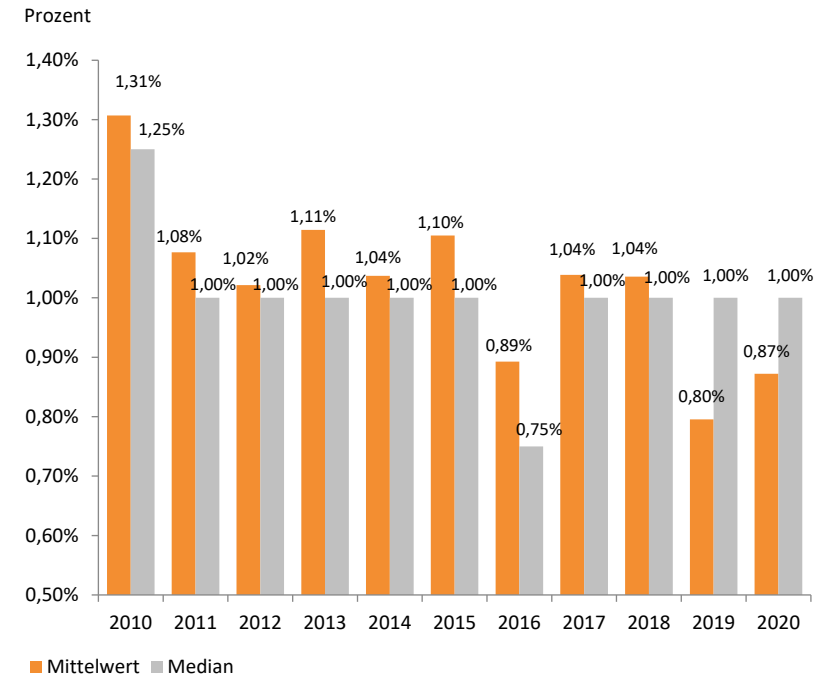
Unter der Annahme, dass die Rendite der thesaurierten Mittel dem Kapitalisierungszinssatz entspricht, ist die Thesaurierung ohne Berücksichtigung von Steuerwirkungen wertneutral. Ein werterhöhender Effekt ergibt sich dennoch, wenn der Wertbeitrag der Thesaurierung (vor Steuern) um eine geringere Einkommenssteuerlast verringert wird als die Ausschüttungen.

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.

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 hat sich seit dem Tiefpunkt in 2016 von 0,75% in den vergangenen Jahren mit 1,0% stabilisiert.

Während in 2019 in keinem Fall eine Wachstumsrate von mehr als 1% angesetzt wurde, finden sich im Jahr 2020 mehrere Fälle. Bei der ISRA VISION AG beträgt die nachhaltige Wachstumsrate 1,50% und bei der Axel Springer SE 1,75%. In der Bewertung der IMW Immobilien SE wird nach einem 10-jährigen Detailplanungszeitraum eine Wachstumsrate von 1,20% angesetzt. Die Innogy SE liegt mit der Kontron AG sowie der Design Hotels AG mit einer Wachstumsrate von 0,50% am unteren Ende der Bandbreite der in 2020 festzustellenden Wachstumsraten.

Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses



Die Streubreite der Wachstumsraten ist verhältnismäßig gering. In 110 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 wachsendes Eigen- oder Fremdkapital. In 24% der Fälle wurde keine wachstumsbedingte Thesaurierung angenommen bzw. war eine eindeutige Auswertung nicht möglich.

Bezüglich der wachstumsbedingten Kapitalanpassungen lassen sich zwei Vorgehensweisen unterscheiden, die zu gleichen Ergebnissen führen können. In 69% aller Gutachten wurden nachhaltige Abschreibungen und eine wachstumsbedingte Thesaurierung angesetzt, die das erforderliche Wachstum des Eigenkapitals bei Ansatz einer Wachstumsrate der nachhaltigen Ergebnisse abbildet.

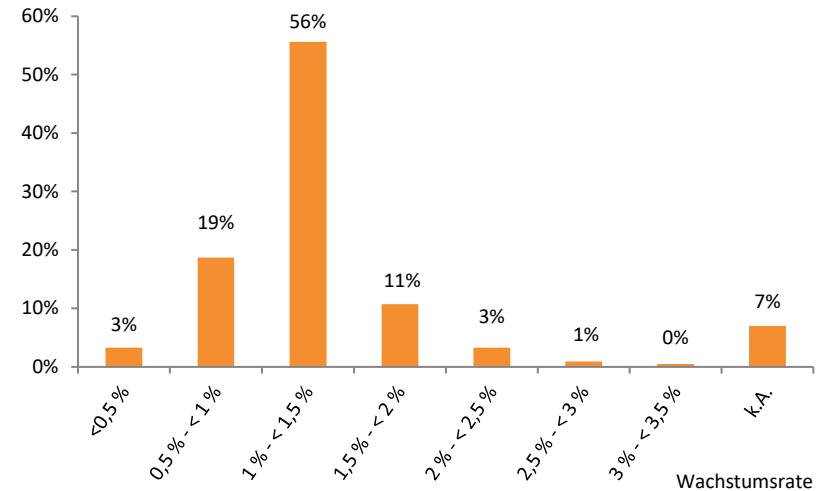
In 7% der Gutachten wurde anstelle der Abschreibungen eine (höhere) Re-Investitionsrate angesetzt, die grundsätzlich das nachhaltig erforderliche Wachstum sowohl des eigen- als auch des fremdfinanzierten Vermögens berücksichtigt.

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.

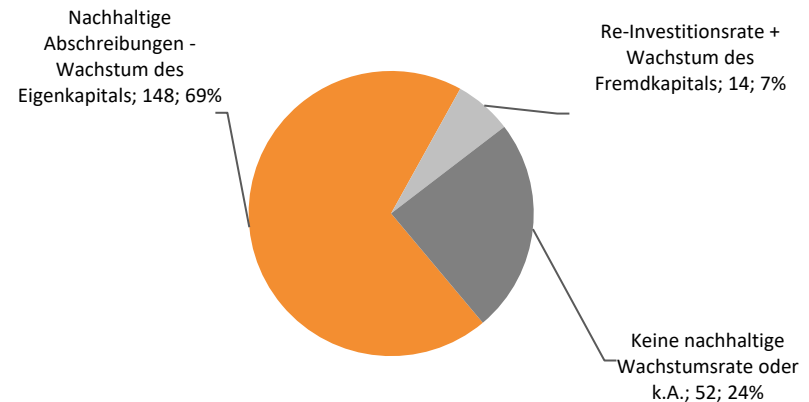
Im Jahr 2020 wurde lediglich in zwei Fällen keine Thesaurierung für nachhaltige wachstumsbedingte Bilanzveränderungen unterstellt, und zwar bei der Comdirect Bank AG und der First Sensor AG. In allen anderen Fällen wurde eine Wachstums-thesaurierung angenommen.

Wachstumsrate nachhaltiges EBIT

Anteil der Gutachten



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 Abgeltungssteuern beim Verkauf von Anteilen führen, während Ausschüttungen sofort besteuert werden.

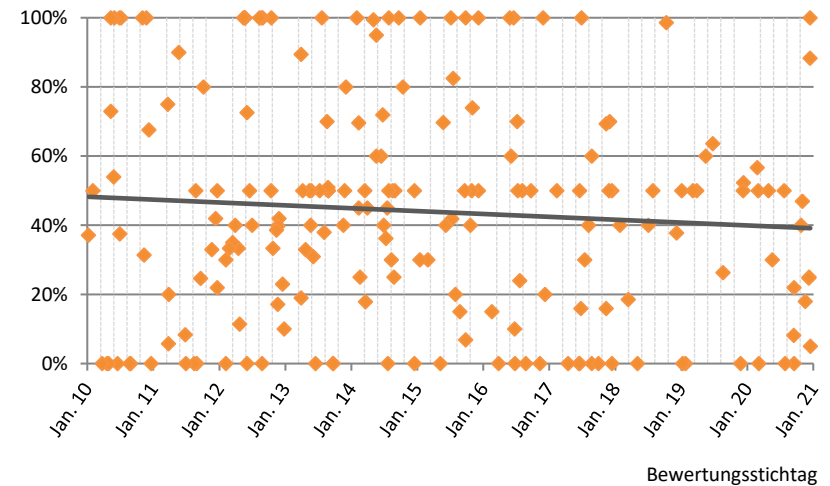
Für thesaurierte Ergebnisse wird zur Berücksichtigung des Barwerteffekts i.d.R. nur die halbe Abgeltungssteuer angesetzt. Thesaurierungen führen wegen des Steuerstundungseffekts folglich zu höheren Unternehmenswerten als Ausschüttungen.

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 44% und der Median 42%. Ein eindeutiger Trend ist nicht erkennbar, wie nebenstehende Grafik verdeutlicht.

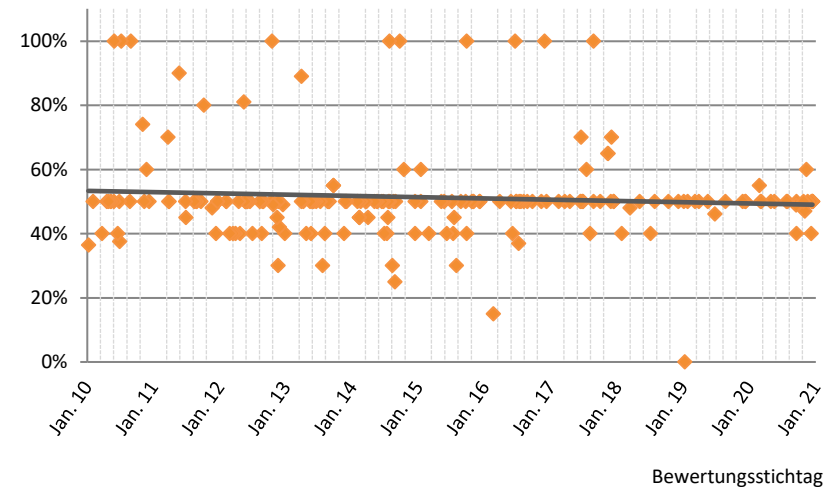
Die Streuung der Ausschüttungsquote ist in der **Fortführungsphase** mit einem Mittelwert von 51% und einem Median von 50% wesentlich geringer. Die Ausschüttung in der Fortführungsphase wird unterschiedlich abgeleitet, z.B. aus den durchschnittlichen Ausschüttungsquoten von Branchen- oder Peer Group-Unternehmen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

In 2020 wurde als nachhaltiges Ausschüttungsverhalten in der Regel eine Ausschüttungsquote von 50% angenommen. Im Fall der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG beträgt die nachhaltige Ausschüttungsquote 60% und bei der Innogy SE 55%. In den Fällen der ISRA VISION AG (40%), der msg life AG (47%), der Stada Arzneimittel AG (40%) und der BHS tabletop AG (48,9%) wurden Ausschüttungsquoten leicht unterhalb von 50% angesetzt.

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 unseres Betrachtungszeitraums nahezu stetig verringert und im Jahr 2020 wurde der bisherige, im Vorjahr erreichte Tiefpunkt nochmals unterschritten.

Die Streubreite der verwendeten Basiszinssätze ist gering. Im Jahr 2020 betrug der durchschnittliche Basiszinssatz -0,01%. Für Bewertungsstichtage im Dezember wurden erstmalig auch negative Basiszinssätze angesetzt. Dies betrifft die Mercurius AG, die EASY SOFTWARE AG, die Renk AG, die Design Hotels AG, die Axel Springer SE sowie die die ISRA VISION AG. Die Ansätze beruhen teilweise auf Anpassungen im Rahmen der Aktualisierung zum jeweiligen Bewertungsstichtag.

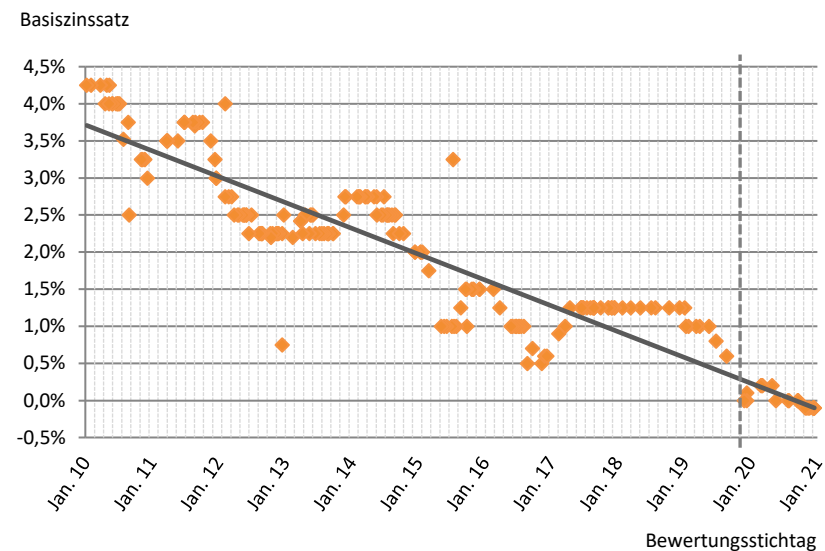
Die Streuung der Basiszinssätze und die Entwicklung der durchschnittlichen Basiszinssätze vor persönlichen Steuern im Zeitraum 2010 bis 2020 zeigen die Grafik sowie die Tabelle zur Rechten.

DURCHSCHNITTliche BASISZINSSÄTZE VOR PERSÖNLICHEN STEUERN

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

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.

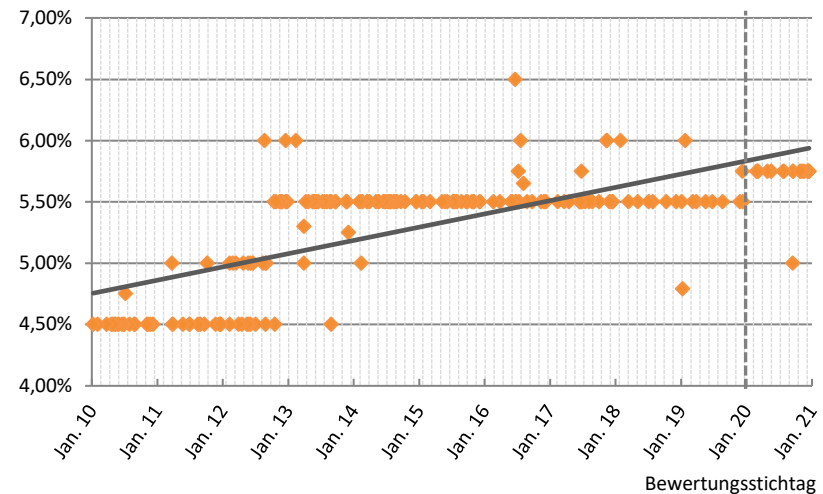
Ermittlung der Höhe der Marktrisikoprämie in der Praxis

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 abbildenden – 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.

Marktrisikoprämie



Bis auf eine Ausnahme betrug die Marktrisikoprämie in den Fällen des Jahres 2020 5,75%, nur bei der BHS tabletop AG wurde eine Marktrisikoprämie von 5,0% angesetzt. Der Bewertungsgutachter weist darauf hin, dass dies aus Vorsichtsgründen und zu Gunsten der Minderheitsaktionäre erfolgte.

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 wert erhöhenden 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 – mit einer Ausnahme – sämtliche Bewertungen des Jahres 2020 eine Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern.

DURCHSCHNITTLICHE MARKTRISIKOPRÄMIE NACH PERSÖNLICHEN STEUERN

Zeitraum	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1. Quartal	4,50%	4,67%	4,80%	5,43%	5,40%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,45%	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%
3. Quartal	4,56%	4,50%	5,00%	5,39%	5,50%	5,50%	5,65%	5,50%	5,50%	5,50%	5,60%
4. Quartal	4,50%	4,60%	5,45%	5,42%	5,50%	5,50%	5,50%	5,64%	5,50%	5,58%	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%
Jahres-Median	4,50%	4,50%	5,00%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Obwohl die durchschnittliche Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 4,5% in 2010 auf 5,75% in 2020 anstieg, ging die Summe aus Basiszinssatz und Marktrisikoprämie (jeweils nach Steuern) zwischen dem ersten Quartal 2010 und dem letzten Quartal 2020 insgesamt von 7,6% auf 5,7% 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 Markttrisikoprämie 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 Markttrisikoprämie mit dem Betafaktor ergibt den Risikozuschlag. Je höher der Betafaktor, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger für das Unternehmen.

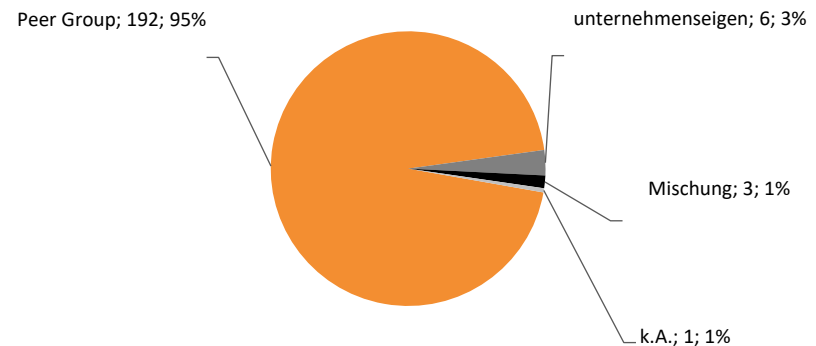
Mathematische Definition und Herleitung des Betafaktors

Der Betafaktor eines börsennotierten Unternehmens ergibt sich als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des börsennotierten Unternehmens und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex. 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 95% der Gutachten mit einer Ertragswert- oder DCF-Wert-Ermittlung wird der Mittelwert oder der Median der Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen angesetzt. Nur 3% der Gutachter verwendeten den Betafaktor des Bewertungsobjekts und 1% eine Mischung. Bei den beiden 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. Hierbei entsprach der eigene Betafaktor nahezu exakt dem durchschnittlichen Peer Group-Betafaktor.

In allen 19 Bewertungsfällen des Jahres 2020 wurde der Betafaktor auf Basis von Vergleichsunternehmen (Peer Groups) abgeleitet.



4.3.2 Zahl der Peer Group-Unternehmen

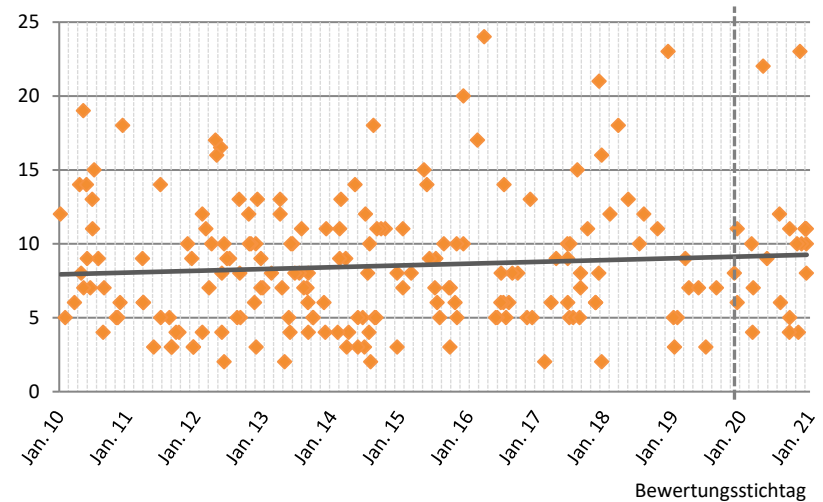
Die Anzahl der Peer Group-Unternehmen weist eine deutliche Streuung von 2 bis 24 Unternehmen auf, wie nachstehende Grafik zeigt. Im Durchschnitt werden die Betafaktoren von rund 8,6 Peer Group-Unternehmen herangezogen.

Im Jahr 2020 wurden bei den Squeeze-outs der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG und der Comdirect Bank AG besonders große Peer Groups mit 23 bzw. 22 gebildet, wobei für unterschiedliche Business-Segmente eigene Peer Groups untersucht wurden.

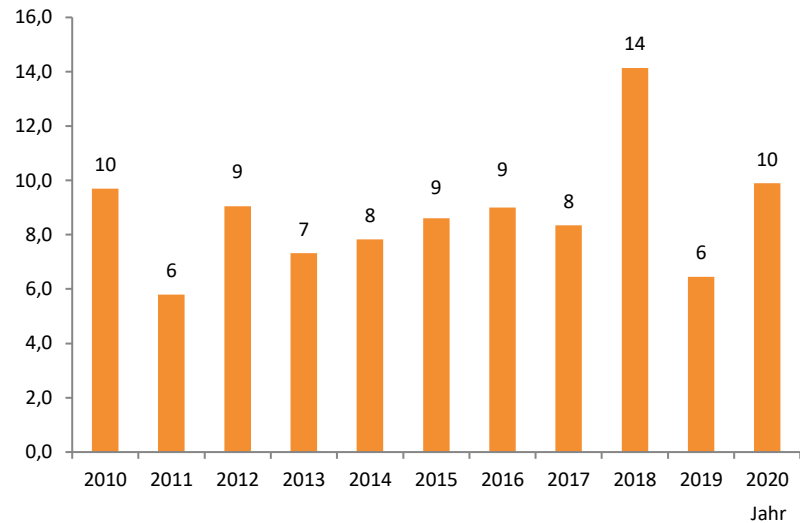
Für die Audi AG wurde eine Peer Group mit 12 Unternehmen gebildet, die sämtliche großen Automobilhersteller enthält. Im Fall der Innogy SE wurde für den das Geschäftsfeld „Netz und Infrastruktur“ eine Peer Group mit 10 Unternehmen zusammengestellt und für den Geschäftsbereich „Erneuerbare Energien“ eine weitere Peer Group mit 15 anderen Unternehmen gebildet.

In den Bewertungsfällen CONET Technologies AG, primon Technology AG, Etienne Aigner AK, HYMER AG sowie der W.O.M World of Medicine AG wurden lediglich zwei Peer Group Unternehmen zur Ableitung des Betafaktors 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.

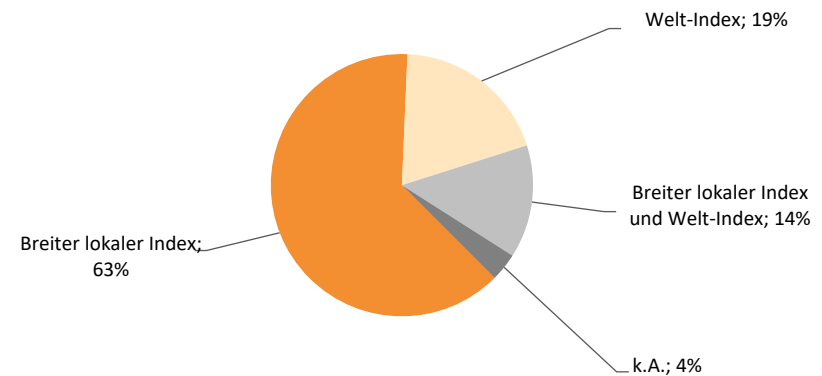
Gegen die Verwendung eines Welt-Index wird zum Teil geltend gemacht, dass die Regression durch Währungsschwankungen beeinflusst werde, während die Befürworter diese als Teil der Renditeschwankungen des Portfolios ansehen, die die Aktienrenditen ohnehin in vielfältiger Weise beeinflussen.

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.

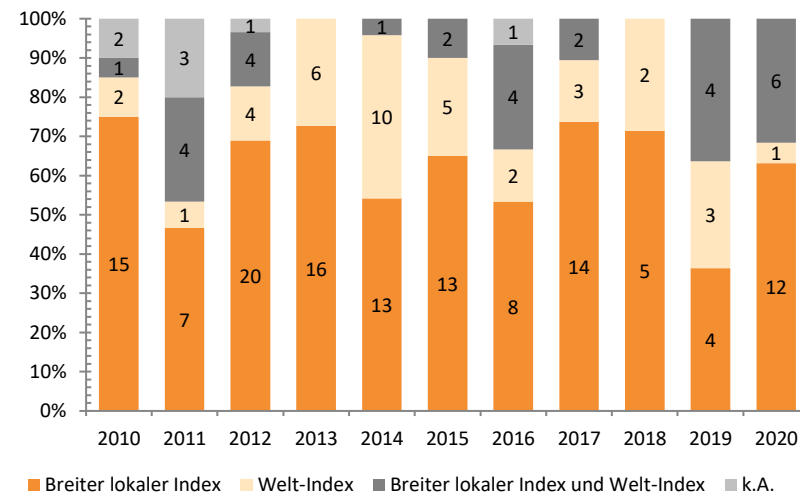
In 63% aller analysierten Fälle wird ausschließlich ein breiter lokaler Index (jeweils bezogen auf das Peer Group-Unternehmen) herangezogen, in 19% der Fälle ein Welt-Index.

In 2020 wurde lediglich in einem Fall ausschließlich ein Weltindex herangezogen. Eine deutliche Mehrheit der Fälle des Jahres 2020 stellte auf einen breiten lokalen Index ab. In 6 Fällen wurden beide Betrachtungen analysiert und dargestellt.

Lokaler oder Welt-Referenzindex



Anteil der Gutachten



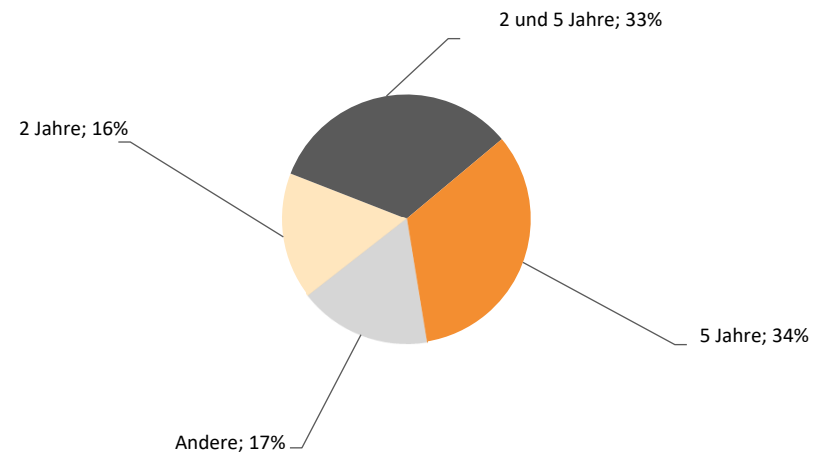
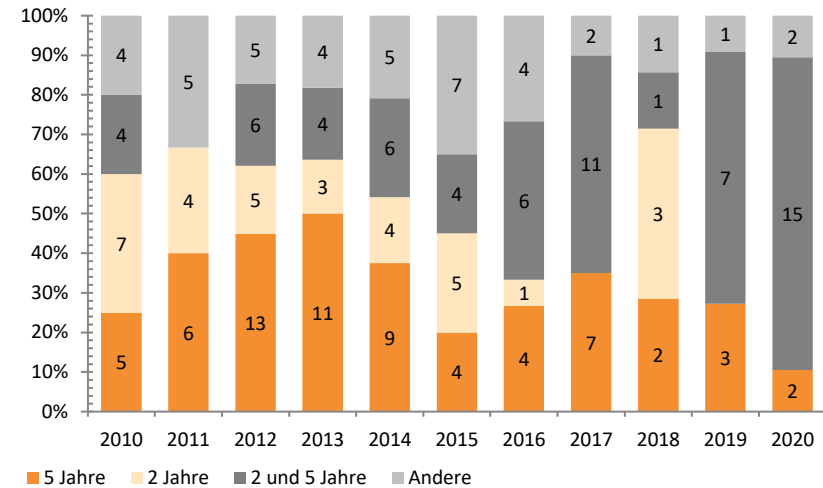
4.3.4 Erhebungszeitraum

Betafaktoren werden meist (in 67% aller analysierten Fälle) über einen 5-Jahreszeitraum erhoben. Allerdings erfolgte in 33% der Bewertungen zusätzlich die Erhebung über einen 2-Jahreszeitraum. In 16% der Fälle wurden die Betafaktoren ausschließlich für 2-Jahreszeiträume abgeleitet.

Der Anteil der Bewertungen, in denen Betafaktoren sowohl für 2- als auch 5-Jahreszeiträume erhoben wurden, stieg in 2020 in Fortsetzung des Trends aus 2019 weiter auf 79%.

Unter die Kategorie „Andere“ sind in 2020 ferner zwei Fälle subsumiert, in denen neben 2- und 5-jährigen Erhebungszeiträumen auch ein 1-jähriger Erhebungszeitraum betrachtet wurde. Lediglich in zwei Fällen des Jahres 2020 wurde ausschließlich auf einen 5-Jahreszeitraum abgestellt.

Anteil der Gutachten



4.3.5 Erhebungsintervalle

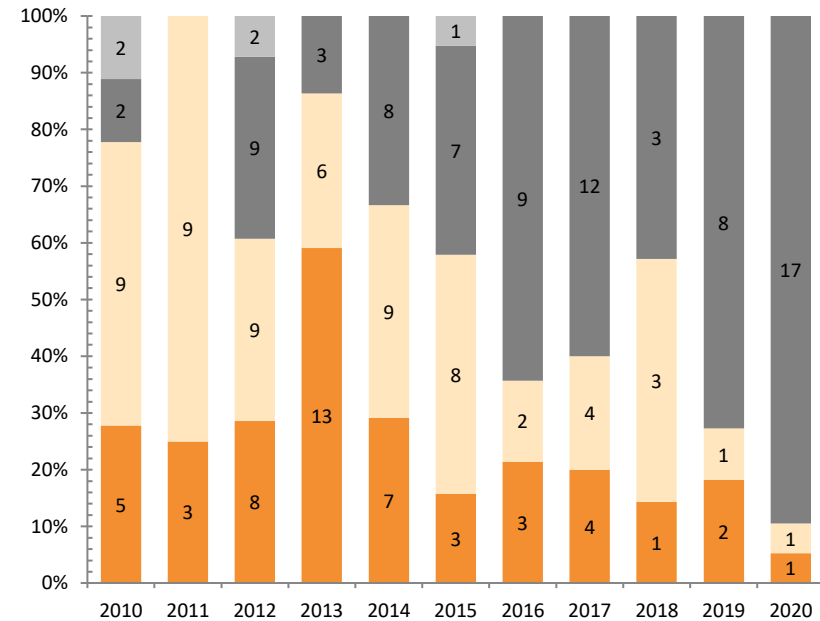
Je nach Erhebungsintervall (monatliche, wöchentliche oder tägliche Renditemessung) können sich unterschiedliche Betafaktoren ergeben.

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 und beträgt im Jahr 2020 89%.

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

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

Anteil der Gutachten



- tägliches, wöchentliches und monatliches Erhebungsintervall
- wöchentliches und monatliches Erhebungsintervall
- wöchentliches Erhebungsintervall
- monatliches Erhebungsintervall

4.3.6 Raw oder adjusted Betafaktor

Pauschale Anpassung von Betafaktoren

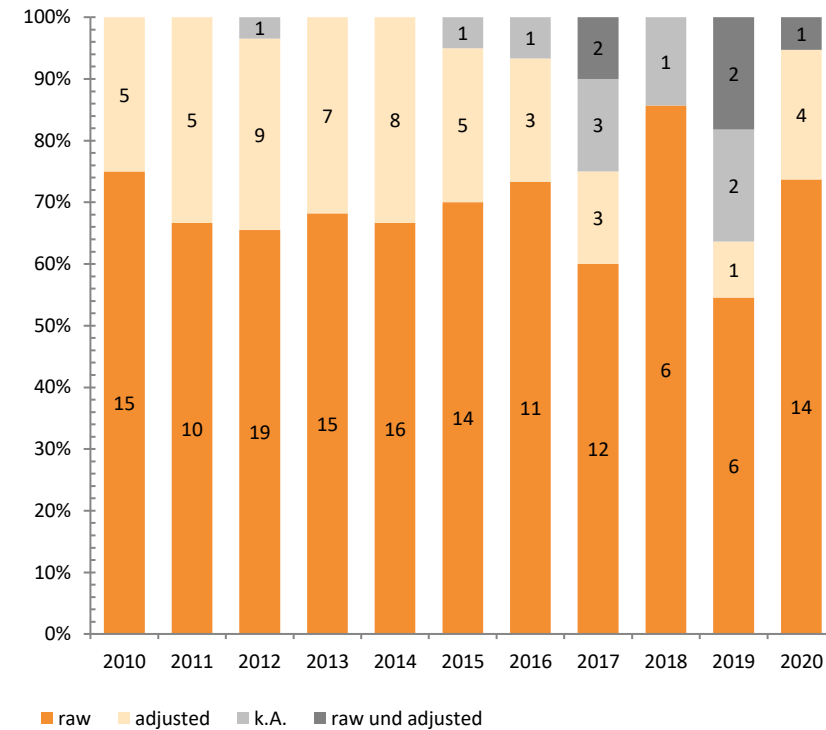
Raw Betafaktoren entsprechen den sich unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ergebenden Werten. Sogenannten adjusted Betafaktoren liegt die Annahme zugrunde, dass Betafaktoren eine autoregressive Tendenz haben und langfristig gegen 1 tendieren.

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

In 68% aller Bewertungen wird der raw Betafaktor verwendet und auf pauschale Anpassungen verzichtet. Im Jahr 2020 beträgt der Anteil 72%.

Der Anteil der Fälle, in denen ausschließlich adjusted Betafaktoren verwendet wurden, hat gegenüber den zwei vorangegangenen Jahren wieder deutlich zugenommen. In vier Fällen (Innogy SE, Comdirect Bank AG, HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, ISRA VISION AG) wurden adjusted Betafaktoren herangezogen, in einem Fall (Design Hotels AG) wurden raw und adjusted Betafaktoren nebeneinander betrachtet.

Anteil der Gutachten



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.

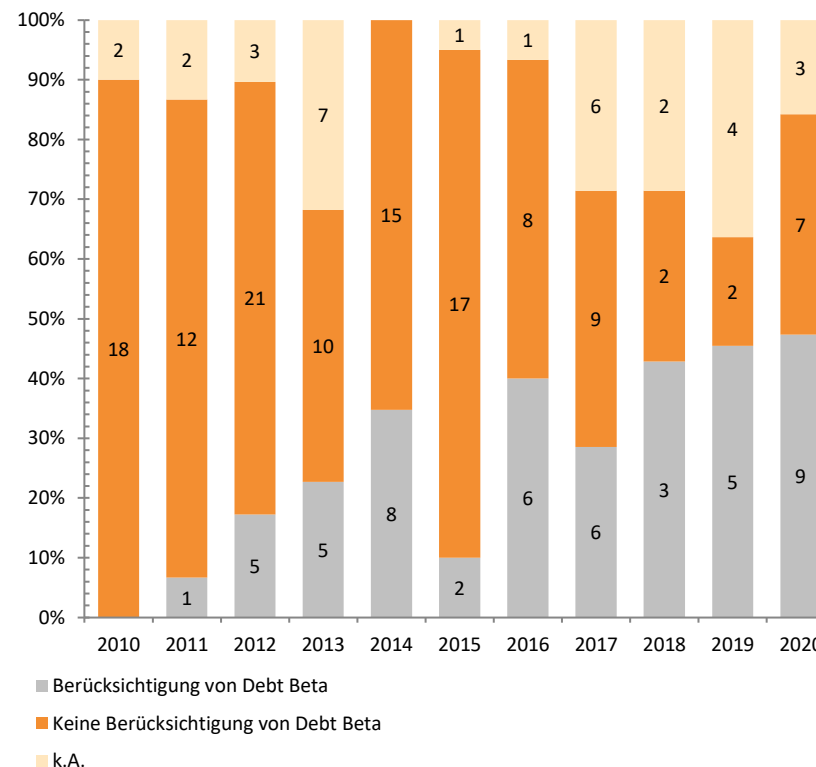
Der auf die Marge des Kreditgebers und den Erwartungswert des Kreditausfalls entfallende Teil des Zins-Spreads bleibt dabei außer Betracht. Debt Betas für an Börsen gehandelte Schuldtitel unterschiedlicher Risikoklassen können auch direkt durch Regressionsanalysen abgeleitet werden.

Auswirkungen bei Berücksichtigung des Debt Betas

Die Verwendung von Debt Beta in Höhe des gesamten 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 Betas gering.

Im Jahr 2020 ist die Berücksichtigung von Debt Beta weiter gestiegen. Das Debt Beta wurde bei den Bewertungen der Design Hotels AG, ISRA VISION AG, msg life AG, Stada Arzneimittel AG, BHS tabletop AG, OSRAM AG, First Sensor AG, Kontron AG und Innogy SE berücksichtigt.

Anteil der Gutachten



4.3.8 Höhe von unlevered Betafaktoren

Die in den Gutachten angesetzten unlevered Betafaktoren betragen im Mittel 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 0,2 (für ein Immobilien-Beteiligungsunternehmen) bis zu dem höchsten Wert von 1,50 für eine Bank.

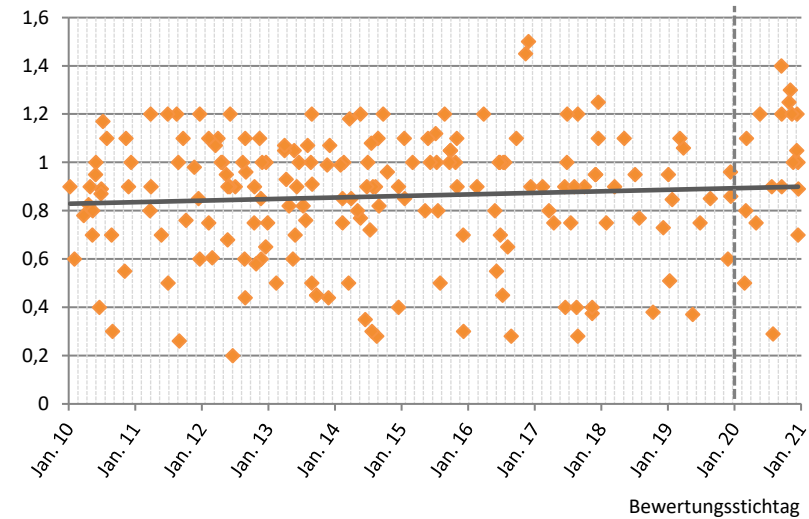
Eine Auswertung der Betafaktoren nach Branchen wäre aufgrund der zu geringen Zahl der Beobachtungen und der nicht immer eindeutigen und subjektiven Branchenzuordnung sowie der unterschiedlichen Stichtage über einen mittlerweile 11-jährigen Erhebungszeitraum nicht aussagefähig.

BETAFAKTOREN VON BEWERTUNGEN IM JAHR 2020

Unternehmen	Stichtag	Branche	unlevered Betafaktoren
Schuler AG	24.09.2020	Anlagenbau	1,20
AUDI AG	31.07.2020	Automobilindustrie	0,90
HSBC Trinkaus & Burkhardt AG	19.11.2020	Bank	1,20
Comdirect Bank AG	05.05.2020	Bank	0,75
Innogy SE	04.03.2020	Netz und Vertrieb / Erneuerbare Energien	0,50 / 0,60
WORLD HOTELS AG	10.03.2020	Hotels	0,80
Design Hotels AG	17.12.2020	Hotels	1,20
IMW Immobilien SE	06.08.2020	Immobilien	0,29
Mercurius AG	22.12.2020	Immobilienholding (Segment-gewichtet)	0,70
BHS tabletop AG	22.09.2020	Keramikhersteller	1,40
OSRAM AG	03.11.2020	Lichttechnik	1,25
Renk AG	22.12.2020	Maschinenbau	1,00
Axel Springer SE	26.11.2020	Medien	1,00
First Sensor AG	26.05.2020	Messtechnik	1,20
Stada Arzneimittel AG	24.09.2020	Pharma	0,90
Kontron AG	13.03.2020	Software	1,10
msg life AG	10.11.2020	Software	1,30
EASY SOFTWARE AG	23.12.2020	Software	0,89
ISRA VISION AG	15.12.2020	Technologie	1,05

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Betafaktoren



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.

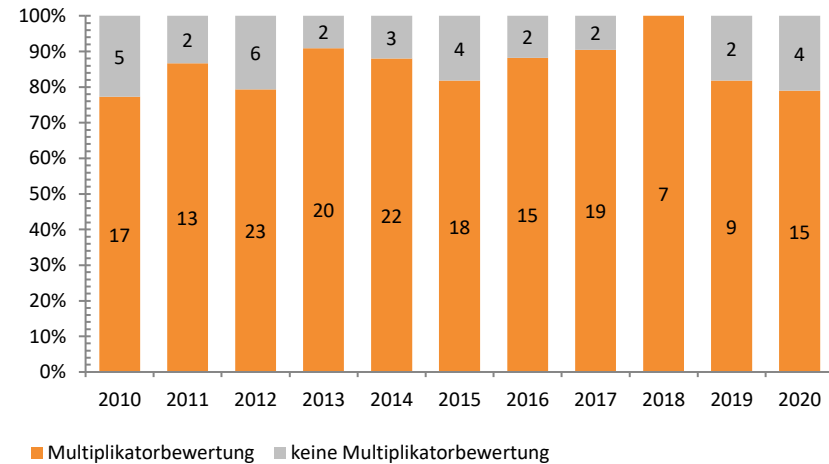
Der weit überwiegende Anteil der Gutachten (84%) enthält eine Multiplikator-Bewertung zur Plausibilisierung des errechneten Unternehmenswerts.

In 2020 haben Bewertungsgutachter in zwei Fällen auf Multiplikator-Bewertungen verzichtet. In beiden Gutachten ist in diesem Zusammenhang auf die eingeschränkte Vergleichbarkeit des bestehenden bzw. künftigen Geschäftsmodells des Bewertungsobjekts verwiesen worden. In einem weiteren Fall wies die Planungsperiode noch keine positiven Ergebnisse aus, so dass eine Bewertung durch zukunftsbezogene Ergebnis-Multiplikatoren nicht sinnvoll erschien.

In nur 10% aller Fälle in 2010 bis 2020 basiert die Multiplikator-Bewertung ausschließlich auf Ist-Zahlen. In 2020 dagegen wurde in vier Gutachten ausschließlich auf Ist-Zahlen abgestellt.

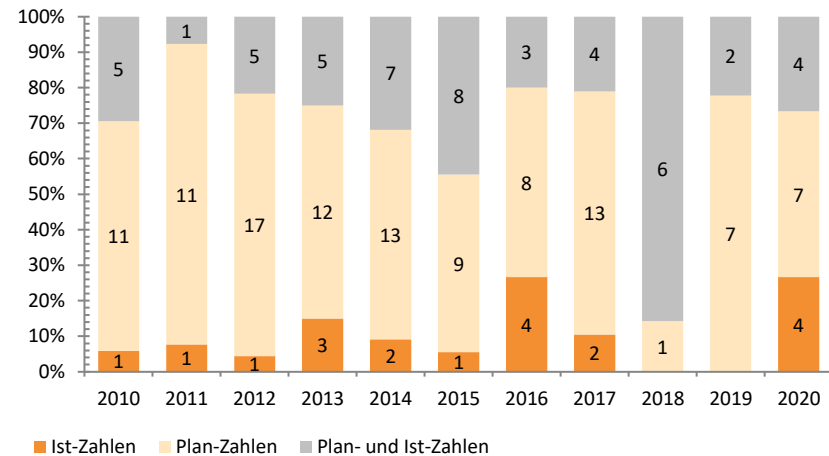
Multiplikator-Bewertung

Anteil der Gutachten



Multiplikatoren auf Basis von Plan- oder Ist-Zahlen

Anteil der Gutachten



6. Ausgleichszahlung

Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge bieten dem Minderheitsaktionär die Wahl, zwischen einer sofortigen Abfindung und der Möglichkeit, seine Aktionärposition 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 erhöht.

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

Für das Jahr 2020 stellen sich die Sachverhalte wie folgt dar:

FÄLLE IM JAHR 2020 - UNTERNEHMENSVERTRÄGE

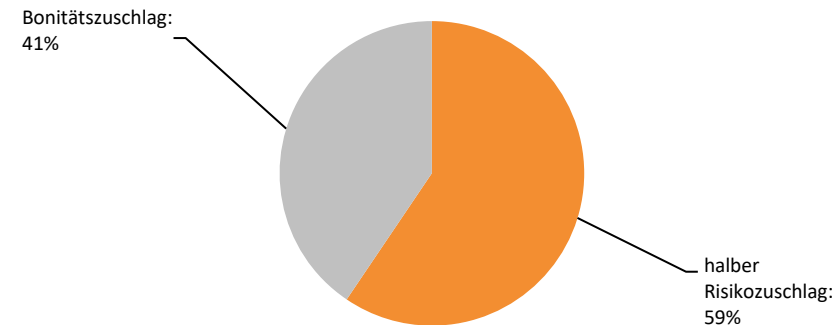
Unternehmen	Stichtag	Anlass	Bestimmung des Verrentungssatzes
First Sensor AG	26.05.2020	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag	Bonitätszuschlag
OSRAM AG	03.11.2020	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag	halber RZ
msg life AG	10.11.2020	Beherrschungsvertrag	Bonitätszuschlag
EASY SOFTWARE AG	23.12.2020	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag	halber RZ

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Im Fall der World Hotel AG wurde eine Kündigung des Vertrags und ein Aufleben des Abfindungsangebots aus dem Vertrag unterstellt.

Vor dem Hintergrund der aktuellen BGH-Rechtsprechung ist mit Spannung abzuwarten, in wie vielen künftigen Fällen der Barwert der Ausgleichszahlung zur Bemessung der Barabfindung beim Squeeze-out im Anschluss an einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag relevant sein wird.

Aufteilung nach Zuschlagsmethode



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 Gewinnabführungs-vertrag, 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

Wirtschaftsprüfer,
Dipl.-Kfm.

T +49 (211) 5 180 28 16

jochen.beumer@i-advise.de



Pia Brandenstein

Senior Manager

Wirtschaftsprüferin, Steuerberaterin,
Dipl.-Kffr.

T +49 (211) 5 180 28 17

pia.brandenstein@i-advise.de



Christian Gerber

Senior Manager

Wirtschaftsprüfer, CFA, CVA,
Dipl.-Ökonom

T +49 (211) 5 180 28 14

christian.gerber@i-advise.de



Klaus Jürgens

Senior Manager

Steuerberater, CVA,
Dipl.-Kfm.

T +49 (211) 5 180 28 23

klaus.jürgens@i-advise.de

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (1/4)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr	Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Bewertungsstichtag im Jahr 2020			Bewertungsstichtag im Jahr 2019		
WORLD HOTELS AG	BV Acquisitions X GmbH	2020	AGO AG Energie+Anlagen	HCS Holding AG	2019
Mercurius AG	C.A.B. GmbH	2020	Kofler Energies AG	Dacapo S.à.r.l.	2019
EASY SOFTWARE AG	deltus 36. AG	2020	IC Immobilien Holding AG	E.L.A. Vermögensverwaltung GmbH	2019
Renk AG	Rebecca BidCo AG	2020	AVW Immobilien AG	Herr Frank Albrecht	2019
Design Hotels AG	Marriott DH Holding AG	2020	Weber & Ott Aktiengesellschaft	RSL Investment GmbH	2019
Schuler AG	Andritz Beteiligungsgesellschaft IV GmbH	2020	Sanacorp Pharmaholding AG	Sanacorp eG Pharmazeutische Großhandlung	2019
ISRA VISION AG	Atlas Copco Germany Holding AG	2020	Triplan Aktiengesellschaft	TTP AG	2019
Axel Springer SE	Traviata B.V.	2020	Diebold Nixdorf AG	Diebold Nixdorf Holding Germany Inc. & Co. KGaA	2019
HSBC Trinkaus & Burkhardt AG	HSBC Germany Holdings GmbH	2020	m4e AG	Studio 100 Media AG	2019
msg life ag	msg systems AG	2020	Elektrische Licht- und Kraftanlagen AG	Park-Bau Verwaltung Borken in Hessen KG	2019
Stada Arzneimittel AG	Nidda Healthcare GmbH	2020	Pironet AG	Cancom AG	2019
BHS tabletop AG	BHS Verwaltungs AG	2020	Bewertungsstichtag im Jahr 2018		
OSRAM AG	ams Offer GmbH	2020	Linde AG	Linde Intermediate Holding AG	2018
IMW Immobilien SE	IMW Holding SE	2020	SM Capital Aktiengesellschaft	SM Wirtschaftsberatungs AG	2018
AUDI AG	Volkswagen AG	2020	Softchip	CargoWise GmbH	2018
First Sensor AG	TE Connectivity Sensors Germany Holding AG	2020	SQS Software Quality Systems AG	Assystem Services Deutschland GmbH	2018
Comdirect Bank AG	Commerzbank AG	2020	Oldenburgische Landesbank	Bremer Kreditbank AG	2018
Kontron AG	S&T AG	2020	Dürkopp Adler	DAP Industrial AG	2018
Innogy SE	E.ON Verwaltungs SE	2020	Stada Arzneimittel AG	Nidda Healthcare GmbH	2018
Bewertungsstichtag im Jahr 2017			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

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (2/4)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr	Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
SinnerSchrader AG	Accenture Digital Holdings GmbH	2017	NTT Com Security AG	NTT Communications Deutschland GmbH	2016
UNIWHEELS AG	Superior Industries International Germany AG	2017	KENA Verwaltungs AG	Herr Harry Witt	2016
WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG	TLG Immobilien AG	2017	Analytik Jena AG	Endress + Hauser	2016
TLG Immobilien AG	WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG	2017	Bewertungsstichtag im Jahr 2015		
Agroinvest Plus AG	AGRARINVEST AG	2017	Molda AG	Döhler Holding AG	2015
Conwert Immobilien Invest SE	Vonovia SE	2017	AREAL Immobilien und Beteiligungs-AG	Thelen Holdings GmbH	2015
XCOM AG	FinTech Group AG	2017	Youniq AG	Corestate BenBidCo AG	2015
Pelikan AG	Pelikan International Corporation Berhad	2017	Piper + Jet Maintenance AG	Piper Deutschland AG	2015
Creaton AG	Etex Holding GmbH	2017	GFKL Financial Services AG	Garfunkel Holding GmbH	2015
Bremer Straßenbahn AG	Bremer Verkehrsgesellschaft	2017	PIXELPARK AG	MMS Germany Holdings GmbH	2015
DVB Bank SE	DZ Bank AG	2017	Impreglon SE	GMT Investment AG	2015
STRABAG AG	Ilbau Liegenschaftsverwaltung AG	2017	MeVis Medical Solutions AG	VMS Deutschland Holdings GmbH	2015
primion Technology AG	Azkoyen, S.A.	2017	Kässbohrer Geländefahrzeug AG	LuMe Vermögensverwaltung GmbH	2015
KÖLN-DÜSSELDORF Deutsche Rheinschiffahrt AG	KD River Invest GmbH	2017	Deutsche Postbank AG	Deutsche Bank AG	2015
Bewertungsstichtag im Jahr 2016			Forst Ebnath AG	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft	2015
PETROTECH AG	REG Germany AG	2016	Sky Deutschland AG	Sky German Holdings	2015
IKB Deutsche Industriebank AG	LSF6 Europe Financial Holdings, L.P.	2016	Ehlenbracht AG	Ehlebracht Holding AG	2015
MWG-Biotech AG	Eurofins Genomics B. V.	2016	Jetter AG	Bucher Beteiligungsverwaltung AG	2015
Wincor Nixdorf AG	Diebold Holding Germany Inc. & Co. KGaA	2016	AS Abwicklung und Solar-Service AG i.L.	Robert Bosch GmbH	2015
Colonia Real Estate AG	TAG Beteiligungs-und Immobilienverwaltungs GmbH	2016	Onvista AG	Boursorama S.A.	2015
Bochum-Gelsenkirchener Straßenbahnen AG	Holding für Versorgung und Verkehr GmbH	2016	DAB Bank AG	BNP Paribas Beteiligungsholding AG	2015
Medisana AG	Comfort Enterprise GmbH	2016	Dresdner Factoring AG	abcfinance Beteiligungs AG	2015
VBH Holding AG	TLF Holding AG	2016	Karlsruher Sanatorium AG	Marseille-Kliniken AG	2015
DMG Mori AG	DMG Mori GmbH	2016	Matth. Hohner AG	HS Investment Group Inc.	2015
DO Deutsche Office AG	DO Deutsche Office AG	2016	HOMAG Group AG	Dürr Technologies	2015
net mobile AG	DOCOMO Digital GmbH	2016	WMF AG	Finedining Capital GmbH	2015
elaxis AG	SMS GmbH	2016	ADC African Development Corporation AG	Atlas Mara Beteiligungs AG	2015
Atevia AG	Cinetic GmbH	2016	Augusta Technologie AG	TKH Technologie Deutschland AG	2015
Saint-Gobain Oberland AG	Horizon Holdings Germany GmbH	2016	Bewertungsstichtag im Jahr 2014		
Gruschwitz Textilwerke AG	pdm Holding AG	2016	Hotel AG Wuppertal	Stadt Wuppertal	2014
			Curanum AG	Korian Deutschland AG	2014

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (3/4)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr	Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
nextevolution Aktiengesellschaft	Die HeidelbergCapital Private Equity Fund II GmbH & Co. KG	2014	Rücker AG	ATON Engineering AG	2013
Realtime Technology AG	3DS Acquisition AG	2014	Hansen Sicherheitstechnik AG	Kopex S.A.	2013
Heidelberger Lebensversicherung AG	Heidelberger Leben Holding	2014	Computec Media AG	Marquard Media International AG	2013
P&I Personal & Informatik AG	Argon GmbH	2014	Dyckerhoff AG	Buzzi Unicem S.p.A.	2013
Travel Viva AG	Travel Viva Holdein AG	2014	Ventegis Capital AG	Berliner Effektengesellschaft AG	2013
Pulsion Medical Systems SE	Maquet Medical Systems AG	2014	MAN SE	Truck & Bus GmbH	2013
Etienne Aigner Aktiengesellschaft	Frau Evi Brandl	2014	Douglas Holding AG	Beauty Holding Two GmbH	2013
Hanfwerke Oberachern A.G.	AGM Anlagen GmbH	2014	Intelligence AG	NTT DATA EUROPE GmbH & Co. KG	2013
Ferd. Rückforth Nachfolger AG	REWE-ZENTRALFINANZ eG	2014	SCA Hygiene Products SE	SCA Group Holding B.V.	2013
Design Hotels AG	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	2014	HYMER AG	Erwin Hymer Vermögensverwaltungs AG	2013
Celesio AG	Dragonfly GmbH & Co. KGaA	2014	Heiler Software AG	Informatica Deutschland AG	2013
IBS AG	Siemens Industry Automation Holding AG	2014	Reply Deutschland AG	Reply S.p.A.	2013
Essanelle Hair Group AG	Hair Group AG	2014	Reply S.p.A.	Reply Deutschland AG	2013
GSW Immobilien AG	Deutsche Wohnen AG	2014	7C Solarparken NV	COLEXON Energy AG	2013
Bien-Zenker AG	ADCURAM Fertigung Holding AG	2014	Bewertungsstichtag im Jahr 2012		
CyBio AG	Analytik Jena AG	2014	F. Reichelt AG	Fedor Holding GmbH	2012
Röder Zeltsysteme und Service AG	Zurmont Madison Deutschland GmbH	2014	AIRE GmbH & Co. KGaA	AIG Century GmbH & Co. KGaA	2012
Buch.de Internetstores AG	Thalia Holding GmbH	2014	Andreas-Noris Zahn AG (ANZAG AG)	Alliance Healthcare Deutschland Holdings 1 GmbH	2012
Vk Mühlen AG	Good Mills	2014	Holcim (Deutschland) AG	Holcim Beteiligungs GmbH (Deutschland)	2012
Advanced Inflight Alliance AG	Global Entertainment AG	2014	IBS AG excellence, collaboration, manufacturing	Siemens Beteiligungen Inland GmbH	2012
C.J. Vogel AG	Otto AG für Beteiligungen	2014	Derby Cycle AG	PON Holding Germany GmbH	2012
Kabel Deutschland Holding AG	Vodafone Vierte AG	2014	net-m privatbank 1891 AG	net mobile AG	2012
Sedo Holding AG	United Internet Ventures AG	2014	Tognum AG	Engine Holding GmbH	2012
Varta AG	GOPLA Beteiligungsgesellschaft mbH	2014	RENERCO Renewable Energy Concepts AG	BayWa r.e. GmbH	2012
Bewertungsstichtag im Jahr 2013			MCS Modulare Computer und Software Systeme AG	Franz Hensmann AG	2012
Generali Deutschland Holding AG	Assicurazioni Generali S.p.A.	2013	SHIGO ASIA AG	Crown Eminence Investment Limited	2012
GBW AG	Pearl AcquiCo Eins GmbH & Co. KG	2013	Württembergische Leinenindustrie AG	VEM Vermögensverwaltungs AG	2012
Terex Material Handling & Port Solutions AG	Terex Industrial Holding AG	2013	Graphit Kropfmühl AG	AMG Mining AG	2012
OCM German Real Estate Holding AG	Prime Office REIT-AG	2013	Damp Holding AG	HELIOS Kliniken GmbH	2012
Prime Office REIT-AG	OCM German Real Estate Holding AG	2013	Comarch Software und Beratung AG	Comarch AG	2012
hotel.de AG	Hotel Reservation Service Robert Ragge GmbH	2013	Utimaco Safeware AG	Sophos Holdings GmbH	2012
CinemaxX AG	Vue Beteiligungs GmbH	2013	Rathgeber AG	F.X. Meiller Beteiligungs-GmbH	2012
W.E.T. Automotive Systems AG	Gentherm Europe GmbH	2013			

Anlage 1: Ausgewertete Gutachten (4/4)

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr	Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Deutsche Postbank AG	DB Finanz-Holding GmbH	2012	Bewertungsstichtag im Jahr 2010		
W.O.M. World of Medicine AG	ATON GmbH	2012	Winter AG	Trüb AG	2010
INFO Gesellschaft für Informationssysteme AG	INFO Gesellschaft für Informationssysteme Holding AG	2012	Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG	Landesbank Berlin AG	2010
Solarparc AG	SolarWorld AG	2012	PC-Ware AG	PERUNI Holding GmbH	2010
Bausparkasse Mainz AG	INTER Krankenversicherung AG	2012	GENEART AG	Applied Biosystems Deutschland GmbH	2010
Landesbank Berlin Holding AG	Erwerbsgesellschaft der S-Finanzgruppe	2012	Gasanstalt Kaiserslautern AG	EWG Energie-Wasser-Partner AG	2010
TDS Informationstechnologie AG	Fujitsu Services Overseas Holding Ltd	2012	Actris AG	ACTRIS Beteiligungs GmbH & Co. KG	2010
Leica Camera AG	Lisa Germany Holding GmbH	2012	Klöckner-Werke AG	Salzgitter Mannesmann AG	2010
Demag Cranes AG	Terex	2012	Christ Water Technology AG	Eimco Water Technologies GmbH	2010
Deutsche Immobilien Holding AG	Zech	2012	HBW Abwicklungs AG	InBev Germany Holding GmbH	2010
Schramm Holding AG	Salvador AG	2012	Cembra Beteiligungs AG	Raiffeisen International Bank-Holding AG	2010
Versatel AG	VictorianFibre Holding GmbH	2012	ALTANA AG	Skion GmbH	2010
Bewertungsstichtag im Jahr 2011			Computerlinks AG	CSS Computer Security Solutions Erwerbs GmbH	2010
PROCON MultiMedia AG	MHG Media Holdings AG	2011	k.A.li-Chemie AG	Solvay k.A.li-Chemie Holding GmbH	2010
Medion AG	Lenovo Germany Holding GmbH	2011	Themis Industries Group	Heliad Equity Partners	2010
Süd-Chemie AG	Clariant AG	2011	syskoplan AG	Reply S.p.A.	2010
Triumph International AG	Triumph International Holding GmbH	2011	Ergo Versicherung AG	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG	2010
LHA Internationale Lebensmittelagentur Krause AG	LHA Holding A. und R. Krause GbR	2011	Burgbad AG	ECZACIBASI	2010
REpower Systems SE	AE-Rotor Holding B.V.	2011	Maihak AG	Sick Maihak GmbH	2010
FrankonoWest AG	TAG Immobilien AG	2011	Winkler+Duennebieer AG	Körber AG	2010
W.E.T. Automotive Systems AG	Amerigon Europe GmbH	2011	Dom-Brauerei AG	Vertriebsgesellschaft deutscher Brauereien mbH	2010
A. Moxel AG	VION N.V.	2011	IDS Scheer AG	SAG Beteiligungs GmbH	2010
Frogster Interactive Pictures AG	Gameforge AG	2011	TA Triumph-Adler AG	KYOCERA MITA Corporation	2010
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 2: Nicht vorliegende Gutachten

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
Baumaterialien-Handelsgesellschaft Aktiengesellschaft	B u. B Süd-Ostbayern Betriebs GmbH	2019
TIVOLI Grundstücks-AG	Portia Grundstücks-Verwaltungs- gesellschaft mbH & Co. Objekt KG	2019
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
ODDSLIN Entertainment AG	ODDSLIN 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

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.