

Studie zur Bewertungspraxis  
bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen  
10. Auflage (2010 – 2023)

Düsseldorf, April 2024

Sehr geehrte Leserin,  
sehr geehrter Leser,

ich freue mich, Ihnen unsere aktuelle Studie zur Bewertungspraxis anlässlich aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen in den Jahren 2010 bis 2023 zu präsentieren. In unserer mittlerweile 10. Auflage haben wir die Grundgesamtheit der untersuchten Fälle um Unternehmensbewertungen mit Bewertungsstichtag in 2023 erweitert. Damit liegen unserer Studie nun vierzehn Jahresscheiben bzw. 261 untersuchte Bewertungsfälle zugrunde. Wie in der Voraufgabe gehen wir detaillierter auf einzelne Bewertungen des abgelaufenen Jahres ein.

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

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

Mit freundlichen Grüßen



WP Dr. Jochen Beumer

## Bewertungsverfahren und Ableitung Ausgleichszahlung

- Bei einer Verschmelzung mit Bewertungsstichtag in 2023 wurde auf den Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023 (BGH 21.03.2023 II ZB 12/21) Bezug genommen und die Verschmelzungsrelation aus den Börsenkursen abgeleitet.
- Bei keinem Squeeze-out oder BGAV wurde die Abfindung auf Basis des niedrigeren Börsenkurses festgelegt, wenn der Ertragswert höher war als der Börsenkurs. Somit bleibt der Ertragswert auch in der diesjährigen Studie die maßgebliche Bewertungsmethode. Der Börsenkurs wird wie bisher als Wertuntergrenze der Abfindung beachtet.
- In keinem der fünf Abfindungsfälle, in denen der Börsenkurs herangezogen wurde, war der ermittelte Ertragswert höher. In einem Fall (Heliad) wurde lediglich der NAV zu Plausibilisierung berücksichtigt und führte zu vergleichbaren Ergebnissen.

## Wachstumsrate

- Die nachhaltigen Wachstumsraten der Bewertungen im Jahr 2023 lagen zwischen 0,78% und 1,50%. Der Mittelwert der Wachstumsraten beträgt in 2023 1,23%, nach 1,30% im Vorjahr und Mittelwerten von 0,77% bis 1,11% in den Jahren 2011 bis 2021. Der Anstieg der durchschnittlichen Wachstumsraten in 2022 ging einher mit steigenden Inflationsraten bei einem relativ hohen Anteil von Unternehmen mit Immobilien- und sonstigem Vermietungsgeschäft.

## Kapitalisierungszinssatz

- Die Leitzinserhöhungen der europäischen Zentralbank und der Renditeanstieg der deutschen Staatsanleihen haben zu einer deutlichen Erhöhung des durchschnittlichen Basiszinssatzes von 0,70% in 2022 auf 2,30% in 2023 geführt.
- Die durchschnittliche Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hat sich in 2023 nur sehr geringfügig von 5,75% auf 5,69% verringert und ihr Median beträgt seit 4 Jahren (2020 – 2023) 5,75%.
- Die Betafaktoren wurden in 2023 in keinem Fall ausschließlich auf Basis eines 2-Jahreszeitraums abgeleitet. In der Mehrzahl der Bewertungen der vergangenen 5 Jahre wurden die Betafaktoren sowohl für 2- als auch 5-Jahreszeiträume erhoben.
- Im Jahr 2023 wurden in 3 Fällen ausschließlich sogenannte „adjusted“ (angepasste) Betafaktoren verwendet. Dabei handelte es sich in mindestens einem Fall um eine Vasicek-Anpassung. Im Vorjahr wurden in keinem Gutachten ausschließlich adjusted Betafaktoren verwendet, im Jahr davor lediglich in einem Fall.
- Die Verwendung von „Debt Beta“ bei der Ableitung der Betafaktoren ist in der Praxis nahezu zum Standard geworden. Lediglich in 2 Fällen wurde in 2023 kein Debt Beta berücksichtigt.

Kapitel	Inhalt	Seite
<b>1.</b>	<b>Über diese Studie – Erhebung der Daten</b>	<b>5</b>
<b>2.</b>	<b>Bewertungsverfahren, Ablauf und Ergebnis</b>	<b>7</b>
2.1	Bewertungsverfahren	7
2.2	Abfindung gemäß Bewertungsverfahren oder zum Börsenkurs	8
2.3	Zeitraum zwischen Ankündigung und Bewertungsstichtag	9
<b>3.</b>	<b>Ausschüttungsfähiges Ergebnis</b>	<b>9</b>
3.1	Vergangenheitsanalyse	9
3.2	Planungsrechnung	10
3.3	Ergebniswachstum in der Planung	12
3.4	Wachstumsrate	13
3.5	Ausschüttungsquoten	15
<b>4.</b>	<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>16</b>
4.1	Basiszinssatz	16
4.2	Marktrisikoprämie	17
4.3	Betafaktor	19
<b>5.</b>	<b>Multiplikator-Bewertung</b>	<b>27</b>
<b>6.</b>	<b>Ausgleichszahlung</b>	<b>28</b>
<b>I-ADVISE AG</b>	<b>Ansprechpartner – Valuation Service</b>	<b>29</b>
Anlage 1	Ausgewertete Gutachten	30
Anlage 2	Nicht vorliegende Gutachten	36

## 1. Über diese Studie – Erhebung der Daten

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

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

In die Analyse haben wir sämtliche uns vorliegende Gutachten mit Bewertungsstichtagen innerhalb des Vierzehn-Jahreszeitraums von 2010 bis 2023 einbezogen. Die Jahre 2009 und früher sind nicht berücksichtigt, weil die Einführung der Abgeltungsteuer zu Änderungen der Bewertungsparameter geführt hat.

Mit 17 Fällen im Jahr 2023 liegt die Anzahl der in die Studie eingegangenen Fälle über dem Niveau des Vorjahres. Zwei Gutachten des Jahres 2023 lagen uns nicht vor, da diese nur für Aktionäre einsehbar waren.

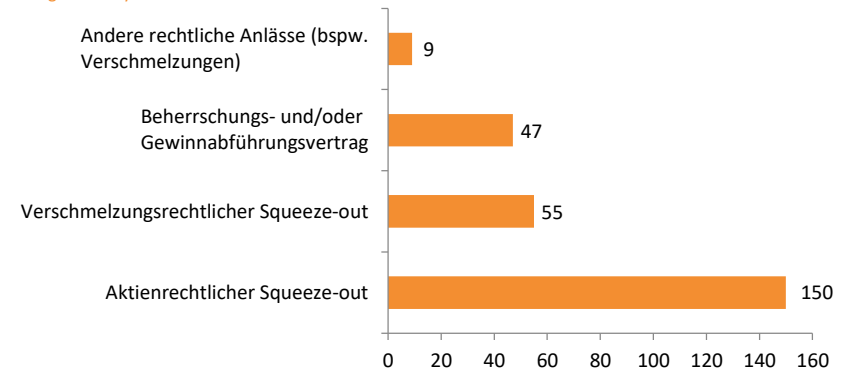
Da im Fall des aktienrechtlichen Squeeze-Outs der onoff AG entgegen der üblichen Praxis eine Bewertung ohne explizite Berücksichtigung persönlicher Steuern erfolgte, eine Gesamtwachstumsrate einschließlich des thesaurierungsbedingten Wachstums berücksichtigt wurde und Daten teilweise nicht vorlagen, haben wir mit Ausnahme des Basiszinses für diesen Fall keine Kapitalkosten- und Ausschüttungsparameter in unserer Studie berücksichtigt. Auch für die vOffice SE standen keine vollständigen Daten zur Verfügung, da uns nur eine indikative Bewertung des Unternehmens ohne Prüfungsbericht vorliegt.

Die in der Studie ausgewerteten Gutachten und Prüfungsberichte sind in Anlage 1 aufgelistet. Anlage 2 umfasst gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen, deren Bewertungsgutachten uns nicht vorlagen und die deshalb nicht für die Studie ausgewertet werden konnten. Sollte uns ein Leser weitere, noch nicht erfasste Gutachten zusenden, werden wir die Studie entsprechend ergänzen. Insgesamt haben wir 261 Unternehmensbewertungen analysiert, die überwiegend anlässlich von Squeeze-outs erfolgten, wie nebenstehende Grafik zeigt.

### FÄLLE IM JAHR 2023

Unternehmen	Stichtag	Anlass
KROMI Logistik AG	27.02.2023	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Studio Babelsberg AG	31.03.2023	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
HolidayCheck Group AG	05.04.2023	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
McKesson Europe AG	06.04.2023	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
ADLER Real Estate AG	28.04.2023	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Pfeiffer Vaccum Technology AG	02.05.2023	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
Vantage Towers AG	05.05.2023	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
onoff AG	05.07.2023	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
SLM Solutions Group AG	13.07.2023	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Deutsche Balaton Immobilien I AG	31.07.2023	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA	16.08.2023	Verschmelzung
va-Q-tec AG	29.08.2023	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
POLIS Immobilien AG	30.08.2023	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
vOffice SE	31.08.2023	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Kabel Deutschland Holding AG	08.09.2023	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
MISTRAL Media AG	22.09.2023	Aktienrechtlicher Squeeze-Out
Aves One AG	28.11.2023	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.



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

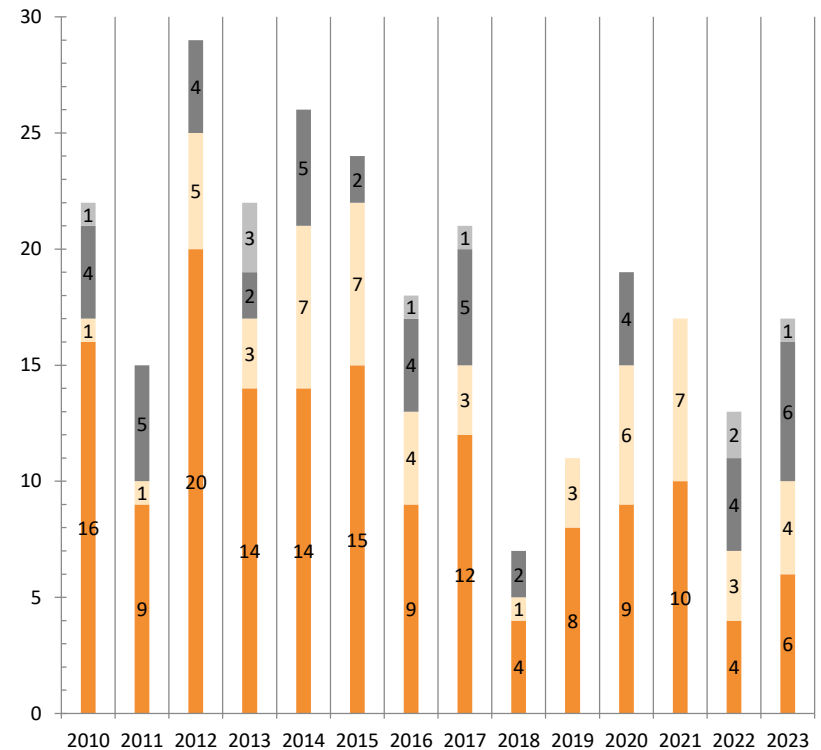
Seit dem Tiefpunkt der Zahl öffentlicher Strukturmaßnahmen in 2018 mit lediglich sieben Fällen ist die Anzahl der ausgewerteten Gutachten seit der Erhöhung in 2019 und 2020 zunächst wieder leicht zurückgegangen, liegt mit 17 Fällen im Jahr 2023 jedoch wieder über dem Vorjahresniveau (13 Fälle) und knapp unterhalb des langfristigen Durchschnitts von rund 19 Strukturmaßnahmen.

Im Jahr 2023 wurden je sechs Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge und aktienrechtliche Squeeze-Outs in die Studie aufgenommen. Der in den Jahren 2018 bis 2021 beobachtbare Trend einer steigenden Anzahl von verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs konnte in den vergangenen beiden Jahren daher nicht festgestellt werden. Für den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out ist nur die Zustimmung von 90% der Aktionäre erforderlich, während der aktienrechtliche Squeeze-out eine Mehrheit von 95% erfordert.

In einem Fall (Verschmelzung) wurden anstelle einer Barabfindung eigene Aktien des herrschenden Unternehmens angeboten (Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA).

## Ausgewertete Gutachten nach Jahr und Anlass

Anzahl der Gutachten



- Andere rechtliche Anlässe (bspw. 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 der Unternehmensfortführung („going concern“) ermittelt. Dabei werden die künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts mit einem risikoadäquaten Kapitalisierungs-zinssatz diskontiert und zu einem Barwert verdichtet. Etwaiges nicht betriebs-notwendiges 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.

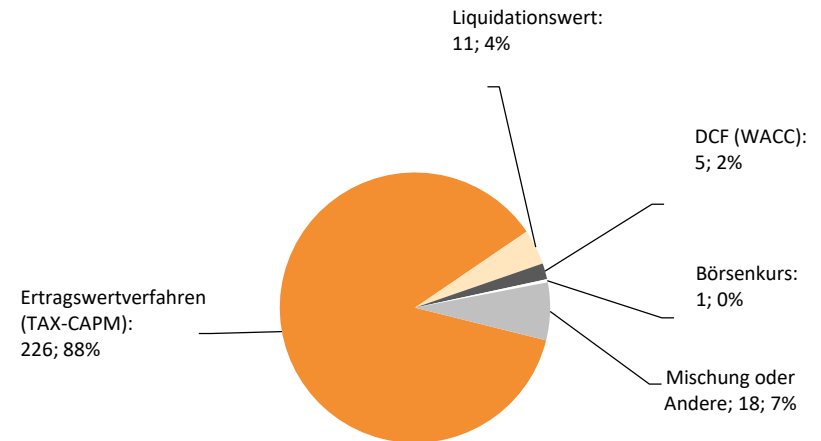
In der Praxis werden zur Ableitung des Barwerts der künftigen finanziellen Überschüsse das Ertragswertverfahren oder ein Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF) verwendet. Zu den DCF-Verfahren zählen der WACC-Ansatz, das Flow to Equity-Verfahren und das Adjusted Present Value-Verfahren (APV). Sämtliche 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 2023 kam es in 87% der Fälle ausschließlich zum Einsatz. Die Ableitung der Verschmelzungsrelation anlässlich der Verschmelzung der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA mit der FinLab AG im Jahr 2023 erfolgte zu Börsenkursen.

#### Bewertungsverfahren (Anzahl bzw. Anteil)



## 2.2 Abfindung gemäß Bewertungsverfahren oder zum Börsenkurs

In 70% der Fälle in den Jahren 2010 bis 2023 war der ermittelte Unternehmenswert Grundlage der Bemessung der Barabfindung. Die Gründe hierfür sind neben einer mangelnden Börsennotierung, dass der ermittelte Wert höher als der Börsenkurs war oder der Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelte.

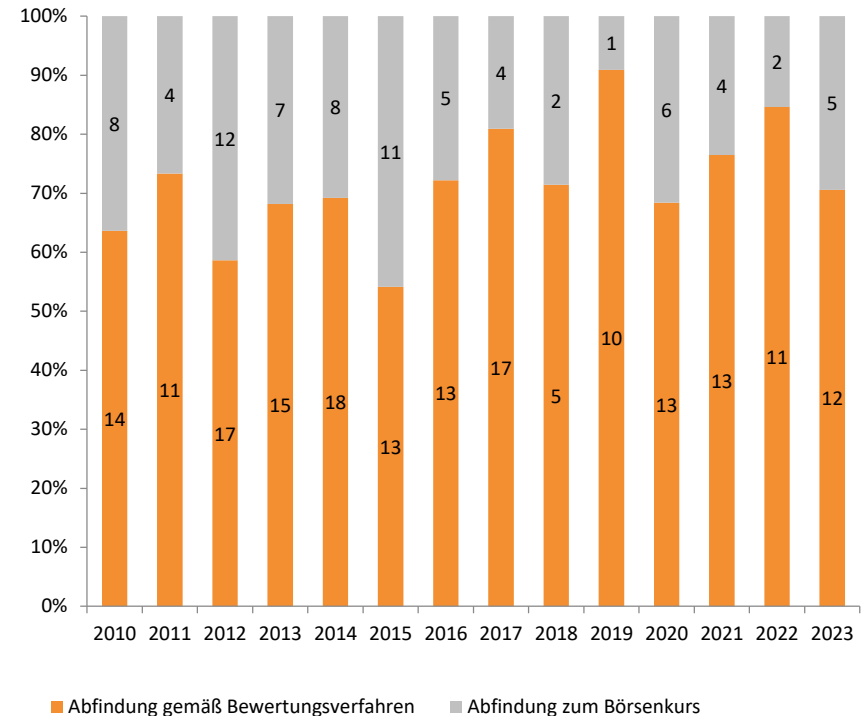
Im Jahr 2023 war in vier Fällen der Börsenkurs höher als der ermittelte Unternehmenswert je Aktie, und zwar bei der Pfeiffer Vacuum Technology AG, bei der SLM Solutions Group AG, bei der Kabel Deutschland Holding AG sowie bei der Aves One AG. Erwähnenswert ist auch die Verschmelzung der bei der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA, die auf Basis der Börsenkursermittlungen erfolgte.

### Aktuelle Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses

Mit Beschluss vom 21.02.2023 (AZ II ZB 12/21) hat der BGH festgestellt, dass die „Wahl, welche von mehreren im konkreten Fall zulässigen Berechnungsweisen am besten geeignet ist, den Unternehmenswert abzubilden, [...] als Teil der Tatsachenfeststellung dem Tatrichter“ obliegt und, dass „der Rückgriff auf den Börsenkurs eines Unternehmens [...] eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts“ sein kann.

Mit Beschluss vom 09.02.2024 (Az 21 W 129/22) bestätigte das OLG Frankfurt die Angemessenheit einer auf Basis umsatzgewichteter Börsenkurse ermittelten Abfindung anlässlich eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs. Dabei wurde insbesondere die Bedeutung der Liquidität der Aktie hervorgehoben, wobei strengere Kriterien zugrunde zu legen seien als für die Frage der Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung. Im konkreten Fall hat das OLG zu Kontrollzwecken auch den Ertragswert betrachtet.

Auf dieses BGH-Urteil hat im Rahmen der diesjährigen Studie das Gutachten zur Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses der Finlab AG sowie der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA unmittelbar Bezug genommen. Neben der Börsenkursrelationsermittlung wurde zur Plausibilisierung das Net Asset Value Verfahren berücksichtigt. Im Ergebnis wurde alleine auf die Börsenkursrelation abgestellt.



### FÄLLE IM JAHR 2023 - ABFINDUNG ZUM BÖRSENKURS

Unternehmen	Stichtag	Anlass
Pfeiffer Vacuum Technology AG	02.05.2023	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
SLM Solutions Group AG	13.07.2023	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA	16.08.2023	Verschmelzung
Kabel Deutschland Holding AG	08.09.2023	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out
Aves One AG	28.11.2023	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 5,2 Monate mit einem Minimum von 1,2 und einem Maximum von 54,1 Monaten. In letzterem Fall wurde eine Hochrechnung des als Untergrenze der Abfindung heranzuziehenden Börsenkurses vorgenommen. In der Mehrzahl der Fälle erfolgte die Ankündigung in einem Zeitraum von drei bis sechs Monaten vor dem Bewertungsstichtag. In neun Gutachten bzw. 3,4% der Strukturmaßnahmen war der Ankündigungstag nicht ermittelbar.

Im Jahr 2023 lag der Mittelwert des Zeitraums zwischen Ankündigung und Bewertungsstichtag bei 4,9 Monaten.

Sofern keine anderen Erkenntnisse bzw. Informationen vorlagen, wurde als Ankündigungsstichtag das Datum des Schreibens des Hauptaktionärs in Bezug auf das Verlangen zur Übertragung der Aktien herangezogen.

## 3. Ausschüttungsfähiges Ergebnis

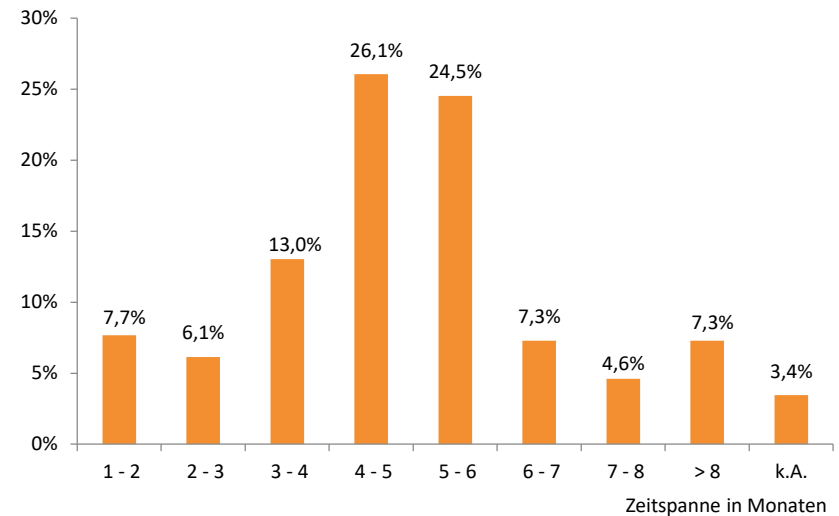
### 3.1 Vergangenheitsanalyse

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

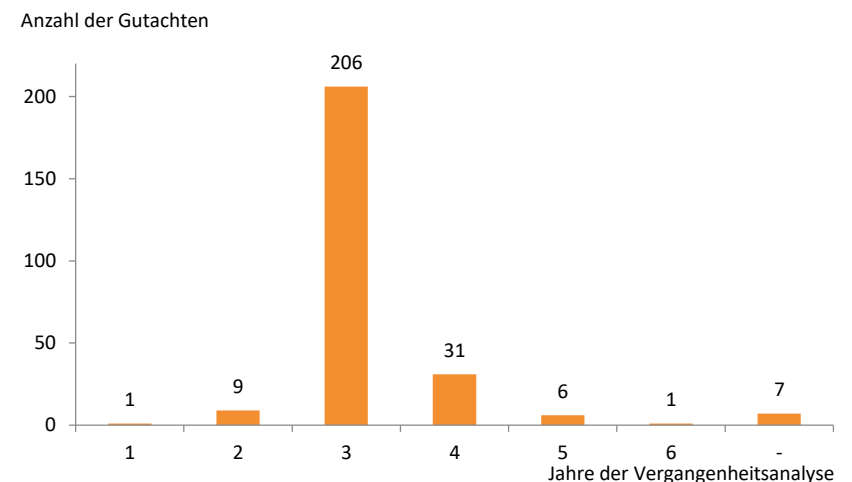
In rund 79% der Fälle wurden die Vergangenheitsergebnisse eines Dreijahreszeitraums analysiert und in rund 12% der Fälle eines Zeitraums von 4 Jahren.

In den meisten der Fälle des Jahres 2023 wurden Drei- bzw. Vierjahreszeiträume (11 bzw. 2 Fälle) betrachtet. Im Rahmen der Bewertung der Deutsche Balaton Immobilien I AG wurde keine Vergangenheitsanalyse vorgenommen.

## Zeitspanne in Monaten zwischen Bewertungsstichtag und Ankündigungstag



## Jahre Vergangenheitsanalyse



## 3.2 Planungsrechnung

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

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

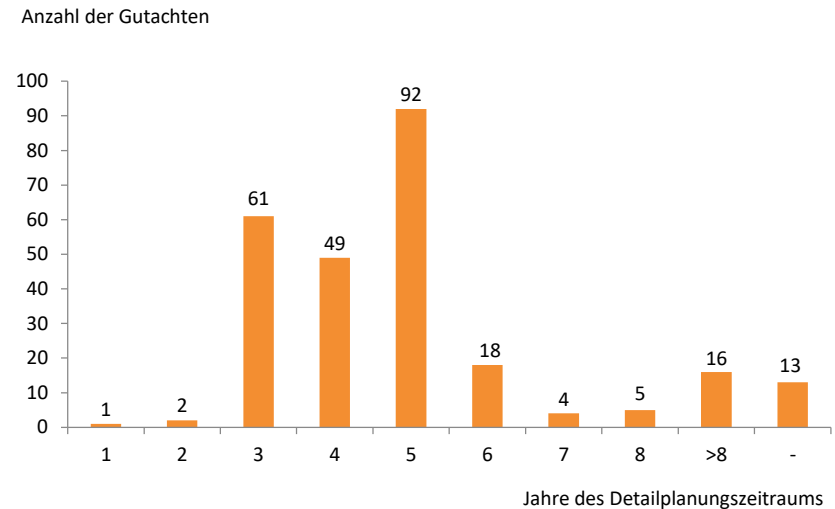
Die Prognose der finanziellen Überschüsse beinhaltet umso mehr Unwägbarkeiten, je weiter diese ausgehend vom Bewertungsstichtag in der Zukunft liegen. Für die Länge des Planungshorizonts existieren keine festen Vorgaben. Der Planungshorizont soll so lang sein, dass die erkennbaren, eingeleiteten Entwicklungen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

### 3.2.1 Detailplanungszeitraum

In rund 77% der Gutachten wird ein Detailplanungshorizont von drei bis fünf Jahren zugrunde gelegt. Nur rd. 1,1% der Gutachten aus den Jahren 2010 bis 2023 zeigen einen kürzeren Planungszeitraum. Signifikant längere Planungszeiträume betreffen meist Infrastrukturinvestitionen, Immobiliengesellschaften sowie Solar-Unternehmen oder Lebensversicherungen.

In 2023 wurden in fünf Fällen Detailplanungszeiträume von fünf Jahren beobachtet. Die übrigen verwendeten Detailplanungszeiträume berücksichtigen drei Jahre (ein Fall) vier Jahre (drei Fälle) bzw. neun Jahre (vier Fälle). In vier Fällen war keine Zeitraumangabe erforderlich, da als Wert der Net Asset Value bzw. der Liquidationswert genutzt wurde. Tendenziell ist damit ein etwas längerer Detailplanungszeitraum als im Durchschnitt der letzten Jahre zu beobachten.

## Jahre Detailplanungszeitraum



## 3.2.2 Konvergenz-/Übergangs- oder Grobplanungsphase

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

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

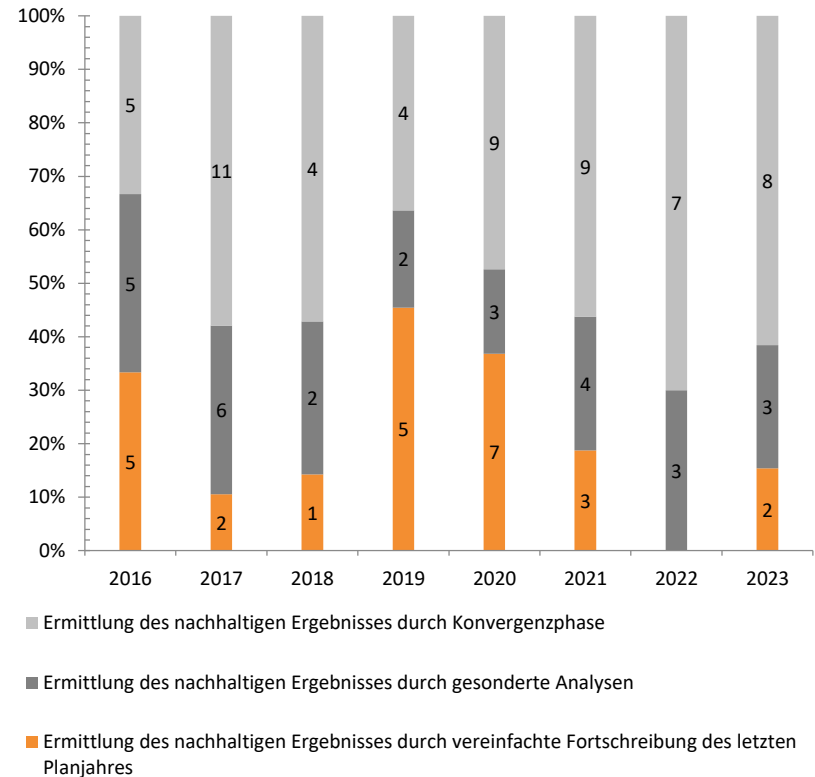
IDW PH 2/2017 sieht gleichermaßen das Erfordernis einer Übergangsphase, wenn der Gleichgewichtszustand am Ende der Detailplanungsphase noch nicht erreicht ist. Zudem soll die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbständig hergeleitet werden.

Die Bewertungspraxis der jüngeren Vergangenheit ist durch eine Tendenz zur stärkeren Nutzung von Grobplanungs-/Konvergenzphasen zur Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisniveaus sowie durch die Ableitung von nachhaltigen Margen auf Basis von gesonderten Analysen geprägt. Der Anteil der Gutachten, in denen die nachhaltigen Ergebnisse unmittelbar als vereinfachte Fortschreibung des letzten Planjahres abgeleitet werden, ist mit durchschnittlich 23% seit 2016 geringer als der Anteil der Fälle mit einer Ableitung aus einer Konvergenzphase. Im Jahr 2023 wurde diese Methode in zwei der Strukturmaßnahmen genutzt.

Mit 62% der relevanten Bewertungen im Jahr 2023 wurde erneut bei einem hohen Anteil der Gutachten eine Grobplanungsphase zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses ermittelt.

## Planungsfortschreibung und Ableitung nachhaltiges Ergebnis

Anteil der Gutachten



## 3.3 Ergebniswachstum in der Planung

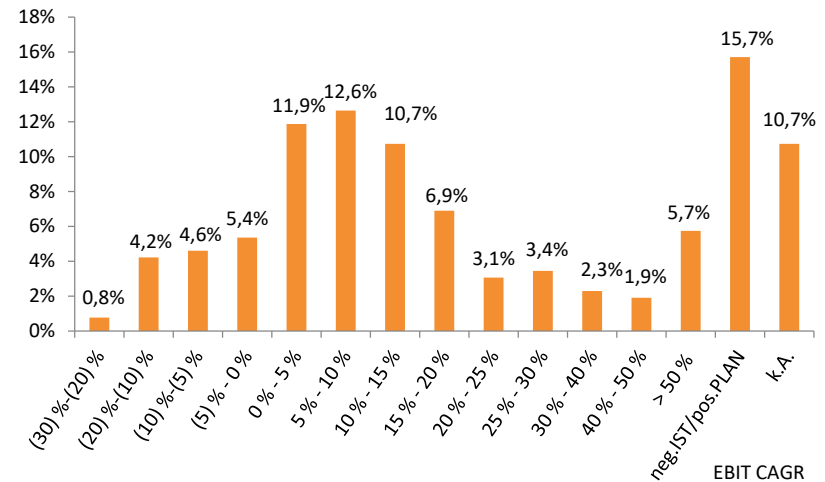
Das in der Detailplanungsphase geplante durchschnittliche jährliche Ergebniswachstum (CAGR) haben wir durch Vergleich des bereinigten EBIT des letzten Ist-Jahres mit dem des letzten Detailplanungsjahres ermittelt.

Der arithmetische Durchschnitt des jährlichen prognostizierten Ergebniswachstums in Höhe von 17,2% über alle auswertbaren Planungen ist im Vergleich zum Vorjahr aufgrund eines Falles mit einer sehr hohen Wachstumsrate leicht angestiegen. Der Median über alle auswertbaren Bewertungsfälle beträgt 9,3%.

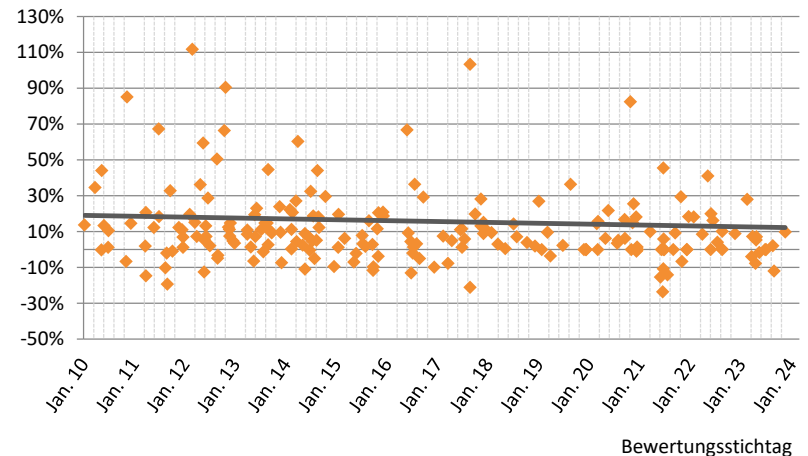
Zwei Fälle des Jahres 2023 berücksichtigen eine besonders hohe bzw. niedrige durchschnittliche Ergebniswachstumsrate (va-Q-tec AG: +188,2%; Kabel Deutschland Holding AG: -12,0%).

## 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. In der Praxis wird hier regelmäßig auf das unternehmensspezifische inflationsinduzierte Preiswachstum abgestellt.

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

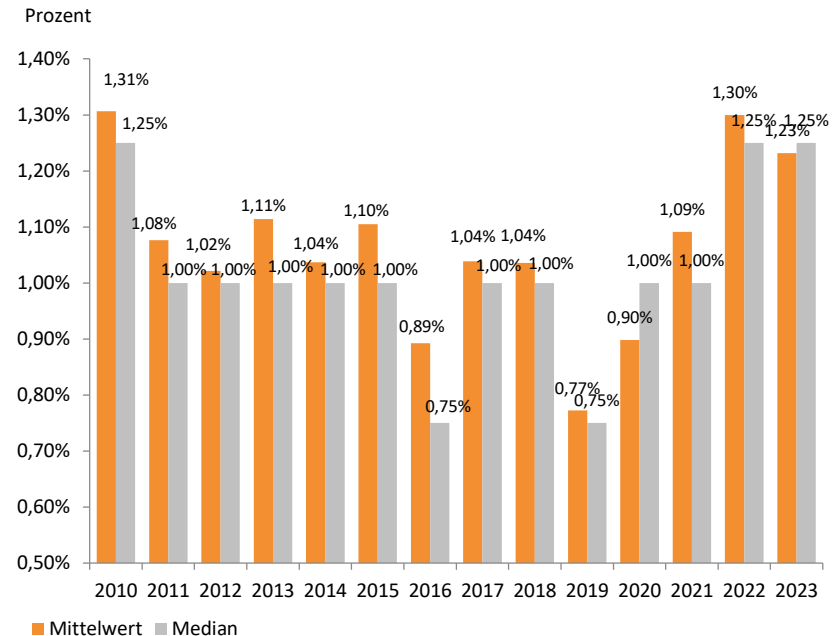
Unter der Annahme, dass die Rendite der thesaurierten Mittel dem Kapitalisierungszinssatz entspricht, ist die Thesaurierung grundsätzlich wertneutral. In der Praxis ergibt sich jedoch aufgrund des separaten Abzugs der persönlichen Steuern von dem Wertbeitrag aus Thesaurierung ohne Rückkopplung zu den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

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

Bei der Auswertung der nachhaltigen Wachstumsrate sind wir von den Wachstumsraten vor etwaigem Abzug einer (bewertungstechnisch im Wachstumsabschlag berücksichtigten) Kursgewinnsteuer ausgegangen. Fast alle Gutachten, bei denen die Wertableitung auf Basis des Ertragswertverfahrens oder eines DCF-Verfahrens erfolgte, enthielten Angaben zur Wachstumsrate.

Im Jahr 2023 war ein leichter Rückgang der durchschnittlichen Wachstumsrate zu beobachten. In einem Fall wurde eine Wachstumsrate von 0,78% angesetzt (Kabel Deutschland Holding AG), in fünf Fällen eine Wachstumsrate von 1,0% und in sechs Fällen eine Wachstumsrate von 1,50%.

## Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses



### WACHSTUMSRATEN IM JAHR 2023

Unternehmen	Wachstum	Unternehmen	Wachstum
KROMI Logistik AG	1,50%	Deutsche Balaton Immobilien I AG	k.A.
Studio Babelsberg AG	1,50%	Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA	k.A.
HolidayCheck Group AG	1,50%	va-Q-tec AG	1,50%
McKesson Europe AG	1,00%	POLIS Immobilien AG	1,00%
ADLER Real Estate AG	1,50%	vOffice SE	k.A.
Pfeiffer Vaccum Technology AG	1,00%	Kabel Deutschland Holding AG	0,78%
Vantage Towers AG	1,50%	MISTRAL Media AG	k.A.
onoff AG	k.A.	Aves One AG	1,00%
SLM Solutions Group AG	1,00%		

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

Die Streubreite der Wachstumsraten ist verhältnismäßig gering. In 125 Fällen (53% der relevanten Bewertungen nach dem Ertragswertverfahren und/oder DCF-Verfahren) wurde die Wachstumsrate genau mit 1,0% angesetzt.

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

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

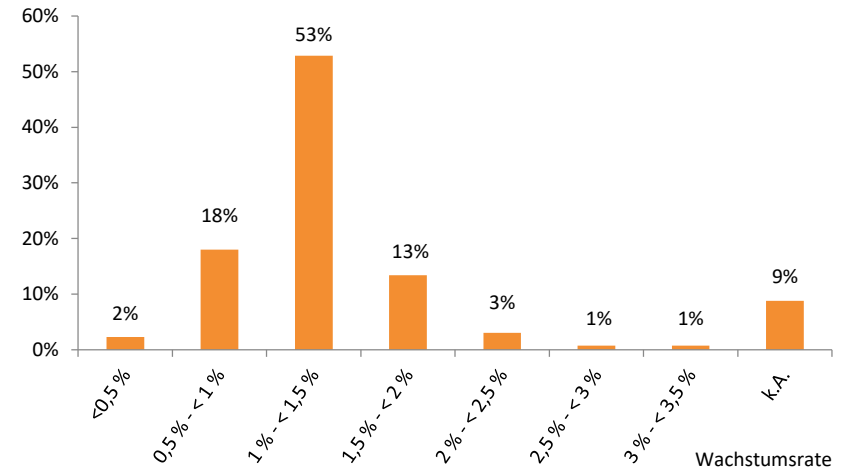
In 5% der Gutachten wurde anstelle der Abschreibungen eine (höhere) Re-Investitionsrate angesetzt, die grundsätzlich das nachhaltig erforderliche Wachstum sowohl des eigen- als auch des fremdfinanzierten Vermögens berücksichtigt.

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.

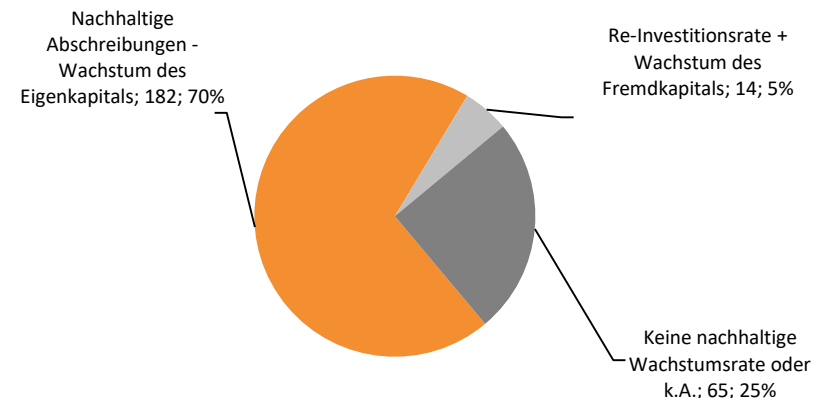
Im Jahr 2023 wurde in elf Fällen eine Thesaurierung für nachhaltige wachstumsbedingte Bilanzveränderungen unterstellt. Ein weiterer Fall hat hingegen keine Thesaurierung berücksichtigt, in fünf Fällen erfolgte die Bewertung mit dem Börsenkurs, dem Net Asset Value bzw. dem Liquidationswert oder die Methode war nicht ermittelbar.

## 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 (Wertbeitrag aus Thesaurierung) erst in ferner Zukunft zu Abgeltungsteuern beim Verkauf von Anteilen führen, während Ausschüttungen sofort besteuert werden.

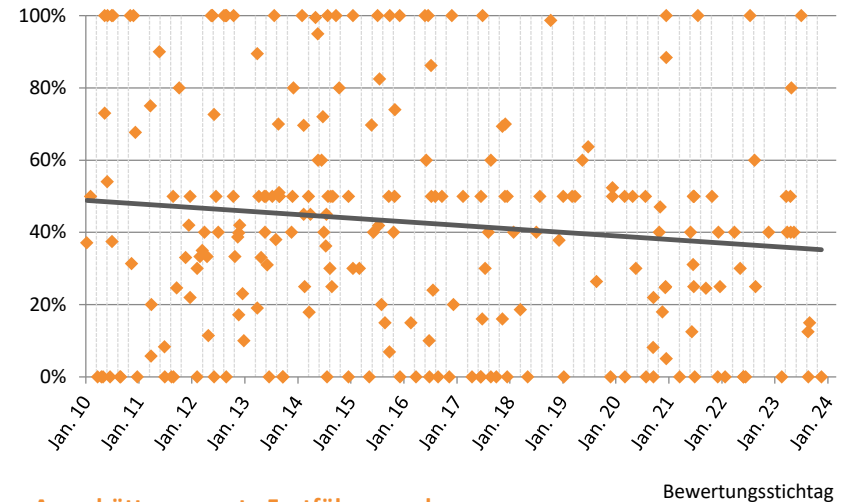
Für den Wertbeitrag aus Thesaurierung wird zur Berücksichtigung des Barwerteffekts i.d.R. nur die halbe Abgeltungsteuer (inkl. Solidaritätszuschlag) angesetzt. Thesaurierungen führen wegen des Steuerstundungseffekts folglich zu höheren Unternehmenswerten als Ausschüttungen.

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

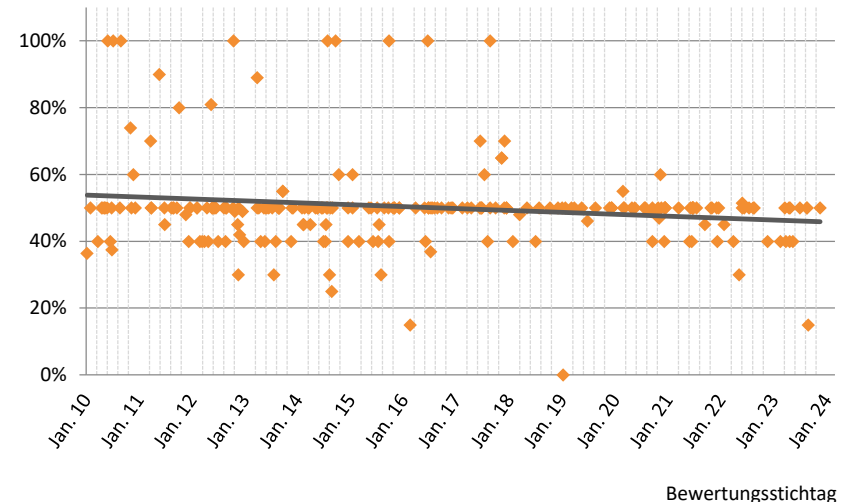
Die Streuung der Ausschüttungsquote ist in der Fortführungsphase mit einem Mittelwert und Median von je 50% wesentlich geringer. Die Ausschüttung in der Fortführungsphase wird unterschiedlich abgeleitet, z.B. aus den durchschnittlichen Ausschüttungsquoten von Branchen- oder Peer Group-Unternehmen oder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

In 2023 wurde als nachhaltiges Ausschüttungsverhalten in allen relevanten Fällen eine Ausschüttungsquote zwischen 15% und 50% und im arithmetischen Mittel von rund 44% angenommen.

### Ausschüttungsquote Detailplanungsphase



### Ausschüttungsquote Fortführungsphase



## 4. Kapitalisierungszinssatz

### Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

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

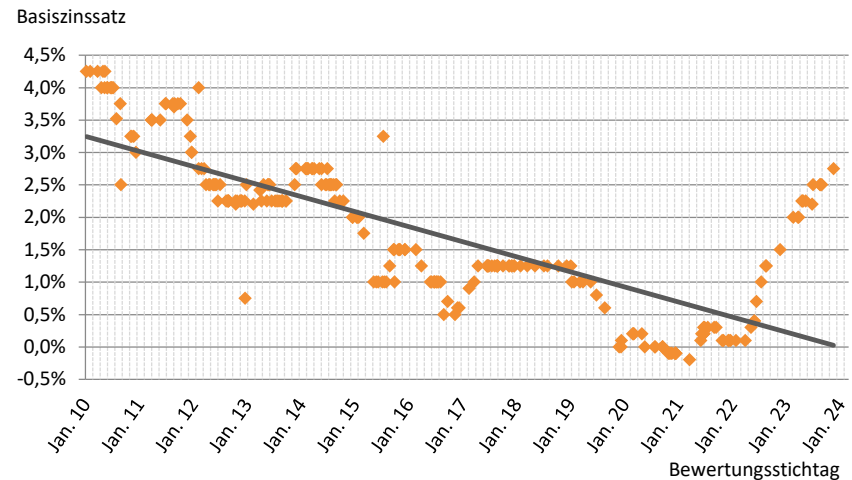
### 4.1 Basiszinssatz

#### Basiszinssatz im Rahmen des CAPM

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

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

## Streuung der Basiszinssätze im Zeitablauf



Im Verlauf des Jahres 2023 ist der Basiszinssatz weiter angestiegen. So wurde zu Beginn des Jahres 2023 noch ein Basiszinssatz von 2,00% verwendet, der bis ins vierte Quartal kontinuierlich auf 2,75% angestiegen ist.

Die Streuung der Basiszinssätze und die Entwicklung der durchschnittlichen Basiszinssätze vor persönlichen Steuern im Zeitraum 2010 bis 2023 zeigen die Grafik sowie die Tabelle zur Rechten.

### DURCHSCHNITTLICHE BASISZINSSÄTZE VOR PERSÖNLICHEN STEUERN

Zeitraum	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1. Quartal	4,25%	3,50%	2,95%	2,35%	2,75%	2,10%	1,38%	0,95%	1,25%	1,06%	0,20%	-0,20%	0,10%	2,00%
2. Quartal	4,06%	3,63%	2,47%	2,39%	2,63%	1,00%	1,00%	1,25%	1,25%	1,00%	0,10%	0,20%	0,38%	2,20%
3. Quartal	3,44%	3,74%	2,29%	2,25%	2,48%	1,44%	0,87%	1,25%	1,25%	0,70%	0,00%	0,28%	1,17%	2,44%
4. Quartal	3,19%	3,30%	2,12%	2,67%	2,08%	1,50%	0,57%	1,25%	1,25%	0,03%	-0,07%	0,10%	1,50%	2,75%
Jahres-Ø	3,79%	3,53%	2,39%	2,37%	2,52%	1,55%	0,92%	1,22%	1,25%	0,70%	-0,01%	0,17%	0,70%	2,30%
Jahres-Median	4,00%	3,50%	2,25%	2,25%	2,50%	1,50%	1,00%	1,25%	1,25%	1,00%	0,00%	0,20%	0,55%	2,25%

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.



## 4.2 Marktrisikoprämie

### Marktrisikoprämie im Rahmen des CAPM

Im Rahmen des CAPM ist die Marktrisikoprämie die von allen Marktteilnehmern einheitlich erwartete durchschnittliche Risikoprämie. Die Marktrisiko-prämie 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

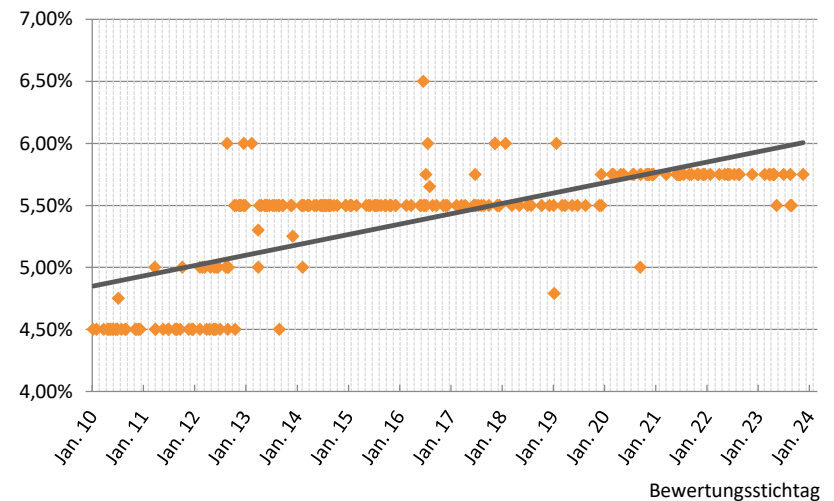
Zur Schätzung der Marktrisikoprämie aus historischen Renditedifferenzen wird in der Bewertungspraxis als Proxy („Stellvertreter“) für das Marktportfolio unter Verwendung historischer Renditen meist auf einen Aktienindex zurückgegriffen. Zur Ermittlung des durchschnittlichen risikofreien Zinssatzes werden 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.

### Streuung der Marktrisikoprämie im Zeitablauf

Marktrisikoprämie



Die Marktrisikoprämie wurde in neun der relevanten Fällen des Jahres 2023 mit 5,75% nach persönlichen Steuern angesetzt. In drei Fällen im zweiten und dritten Quartal wurde hingegen eine Marktrisikoprämie n.St. von 5,50% angesetzt. In fünf weiteren Fällen erfolgte die Bewertung mit dem Börsenkurs, dem Liquidationswert oder dem Net Asset Value oder eine Marktrisikoprämie n.St. wurde nicht ausgewiesen.

## 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% bis 6,5% angepasst. An dieser Empfehlung hat der FAUB festgehalten (vgl. fachliche Hinweise des FAUB vom 25. März 2020). Dementsprechend berücksichtigen die meisten der relevanten Bewertungen des Jahres 2023 eine Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern, was der Mitte der empfohlenen Bandbreite entspricht. Als Folge der gestiegenen Basiszinssätze setzen drei Bewertungen eine etwas geringere Marktrisikoprämie in Höhe von 5,50% an.

Obwohl die durchschnittliche Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 4,50% in 2010 um 1,25% auf 5,75% im vierten Quartal 2023 deutlich anstieg, war für die Summe aus Basiszinssatz und Marktrisikoprämie (jeweils nach persönlichen Steuern) zwischen dem ersten Quartal 2010 und dem vierten Quartal 2023 nur ein leichter Anstieg von 7,63% um 0,15%-Punkte auf 7,77% zu beobachten.

### DURCHSCHNITTliche MARKTRISIKOPRÄMIE NACH PERSÖNLICHEN STEUERN

Zeitraum	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1. Quartal	4,50%	4,67%	4,80%	5,43%	5,40%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,45%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
2. Quartal	4,50%	4,50%	4,75%	5,50%	5,50%	5,50%	5,70%	5,55%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%	5,70%
3. Quartal	4,56%	4,50%	5,00%	5,39%	5,50%	5,50%	5,65%	5,50%	5,50%	5,50%	5,60%	5,75%	5,75%	5,63%
4. Quartal	4,50%	4,60%	5,45%	5,42%	5,50%	5,50%	5,50%	5,64%	5,50%	5,58%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Jahres-Ø	4,51%	4,57%	5,05%	5,43%	5,48%	5,50%	5,62%	5,57%	5,57%	5,50%	5,71%	5,75%	5,75%	5,69%
Jahres-Median	4,50%	4,50%	5,00%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%

Quelle: eigene Analyse I-ADVISE.

## 4.3 Betafaktor

### Der Betafaktor im Rahmen des CAPM

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

### Interpretation des Betafaktors

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

### Mathematische Definition und Herleitung des Betafaktors

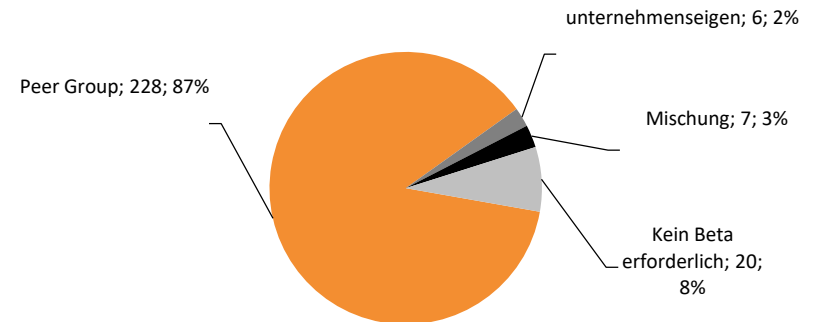
Der Betafaktor eines börsennotierten Unternehmens ergibt sich als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des börsennotierten Unternehmens und der Rendite eines Aktienindexes, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindexes. Betafaktoren können durch eine lineare Regressionsanalyse der Aktienkurs-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

### 4.3.1 Peer Group-Betafaktor oder Betafaktor des Bewertungsobjekts

In 87% der Gutachten mit einer Ertragswert- oder DCF-Wert-Ermittlung wird der Mittelwert oder der Median der Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen angesetzt. Nur 2% der Gutachter verwendeten den Betafaktor des Bewertungsobjekts und 3% eine Mischung/Sonstiges. Bei fünf der als „Mischung“ eingestuften Bewertungen haben die Bewerter keine Mittelwertbildung zwischen dem unternehmenseigenen und dem Peer Group-Betafaktor vorgenommen, sondern gutachterlich einen Betafaktor festgelegt und dabei sowohl den unternehmenseigenen als auch den Peer Group-Betafaktor einbezogen. Bei drei Bewertungen lag der eigene Betafaktor deutlich unter dem durchschnittlichen Peer Group-Betafaktor (Douglas Holding AG, Comdirect Bank AG, ADVA SE). Bei zwei Bewertungen (TLG Immobilien AG, Deutsche Industrie Grundbesitz AG) entsprach der eigene Betafaktor nahezu exakt dem durchschnittlichen Peer Group-Betafaktor. Bei zwei Bewertungen wurde der Betafaktor ausschließlich gutachterlich geschätzt.

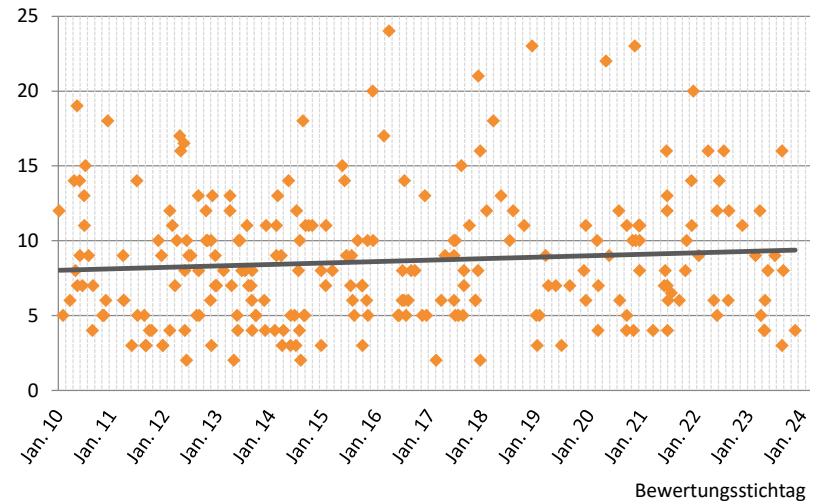
In zwölf Bewertungsfällen des Jahres 2023 wurde der Betafaktor auf Basis von Vergleichsunternehmen (Peer Groups) abgeleitet. In vier Fällen wurde kein Betafaktor ermittelt, da der Net Asset Value bzw. der Liquidationswert verwendet wurde. In einem Fall wurde der Betafaktor gutachterlich geschätzt.

### Vorgehensweise zur Betafaktorermittlung (Anzahl bzw. Anteil)

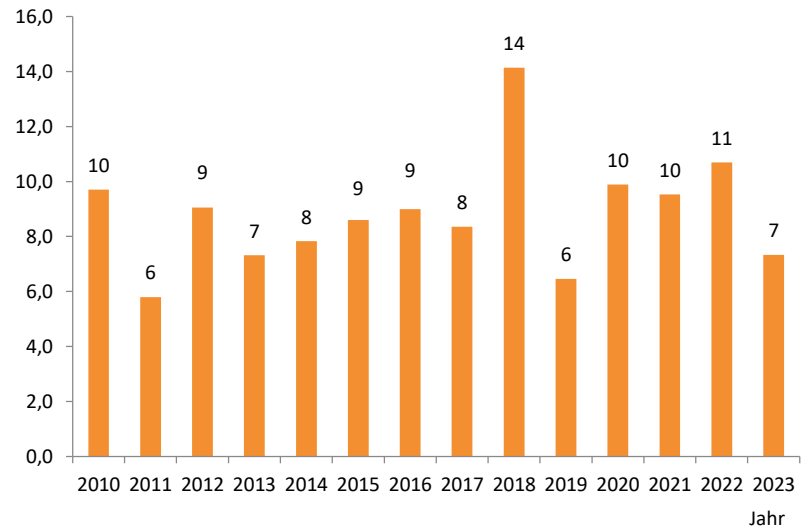


## 4.3.2 Zahl der Peer Group-Unternehmen

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



## Durchschnittliche Anzahl der Peer-Unternehmen



## 4.3.3 Referenzindex

### Referenzindex

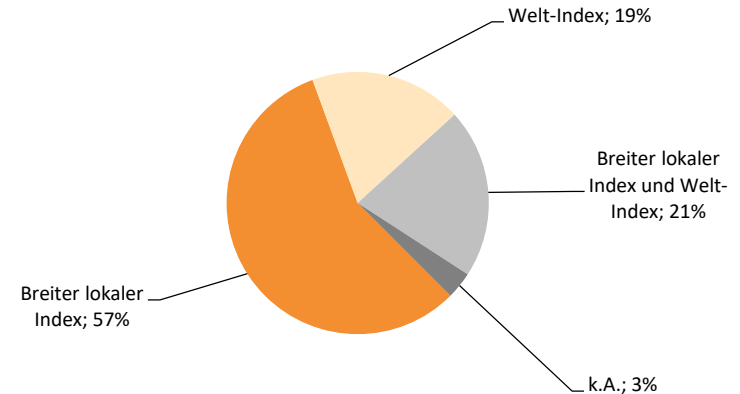
Der Referenzindex repräsentiert das Portfolio des typisierten Investors und geht in die Berechnung der Kovarianz der Renditen der Aktie zu der Rendite des Referenzindex ein, die wiederum in die Berechnung des Betafaktors einfließt.

Der Welt-Index repräsentiert das Marktportfolio eines international diversifizierten Investors, jedoch kann die Regression durch Währungsschwankungen beeinflusst sein. Befürworter sehen diese als Teil der Renditeschwankungen des Portfolios an, die die Aktienrenditen ohnehin in vielfältiger Weise beeinflussen. Für die Regression gegen lokale Indizes wird angeführt, dass die Anleger häufig einen Anlageschwerpunkt im Heimatmarkt haben.

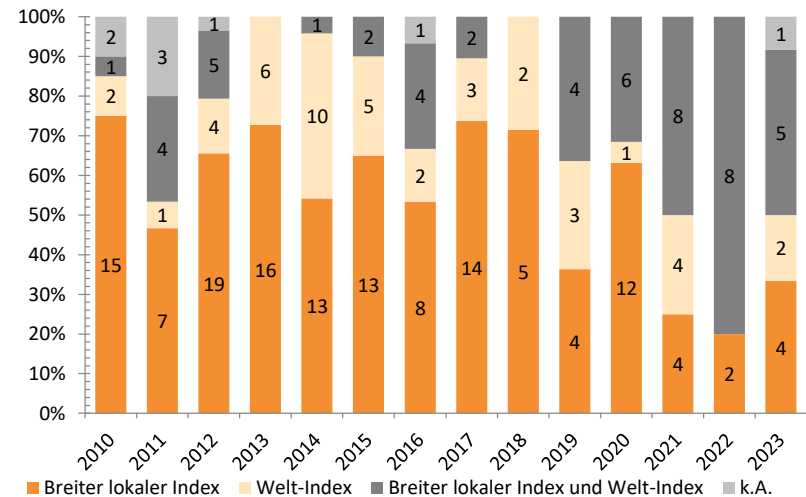
In 57% aller auswertbaren Fälle wird ausschließlich ein breiter lokaler Index (jeweils bezogen auf das Peer Group-Unternehmen) herangezogen, in 19% der Fälle ausschließlich ein Welt-Index.

Im Jahr 2023 wurde in vier Fällen ausschließlich auf einen breiten lokalen Index abgestellt. Erstmals seit 2020 ist der Anteil der Fälle, in denen mehrere Vergleichsindizes betrachtet werden, rückläufig. Soweit (auch) ein Welt-Index betrachtet wurde, wurde in den meisten Fällen auf den MSCI World Index zurückgegriffen. Für eine Strukturmaßnahme des Jahres 2023 erfolgte keine Angabe zum Referenzindex.

## Lokaler oder Welt-Referenzindex



Anteil der Gutachten



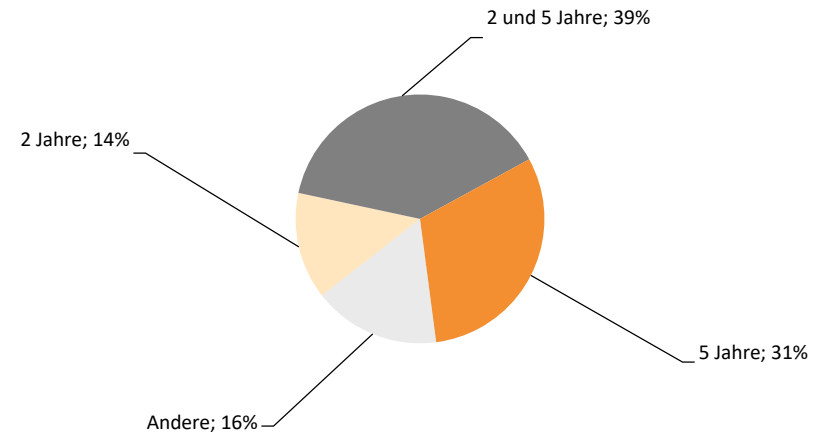
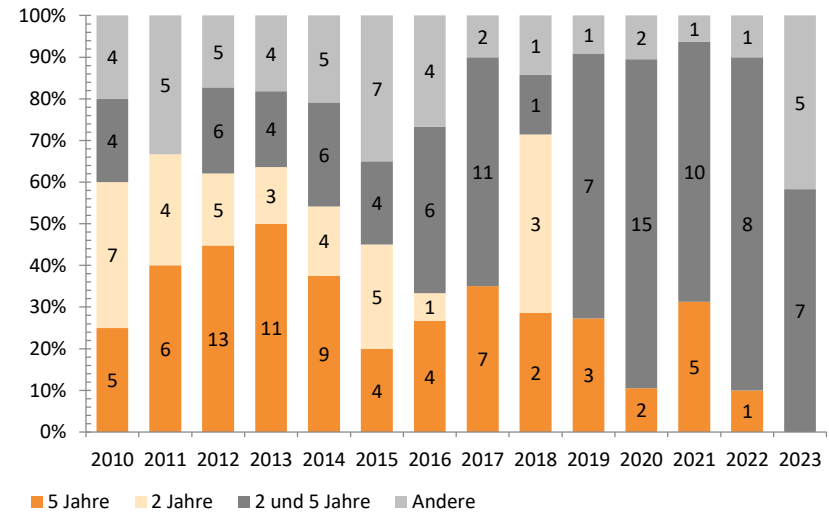
## 4.3.4 Erhebungszeitraum

Betafaktoren werden meist (in 70% aller analysierten Fälle) über einen 5-Jahreszeitraum erhoben (auch „Betrachtungszeitraum“). Allerdings erfolgte in 39% der Bewertungen zusätzlich die Erhebung über einen 2-Jahreszeitraum. In 14% der Fälle wurden die Betafaktoren ausschließlich für 2-Jahreszeiträume abgeleitet.

In 2023 wurden die Betafaktoren in sieben der betrachteten Bewertungen sowohl für 2- als auch für 5-Jahreszeiträume erhoben. Dies stellt seit fünf Jahren die häufigste Variante zur Berücksichtigung von Erhebungszeiträumen dar.

Wie in den Vorjahren wurde in 2023 in keinem Fall ausschließlich auf den Erhebungszeitraum von 2 Jahren zurückgegriffen. Ein Zusammenhang mit der Corona-Pandemie sowie dem Ukraine-Krieg und den damit einhergehenden Unsicherheiten in Bezug auf die Prognoseeignung der in den letzten zwei Jahren beobachtbaren Kapitalmarktdaten ist nicht auszuschließen.

Anteil der Gutachten



## 4.3.5 Erhebungsintervall

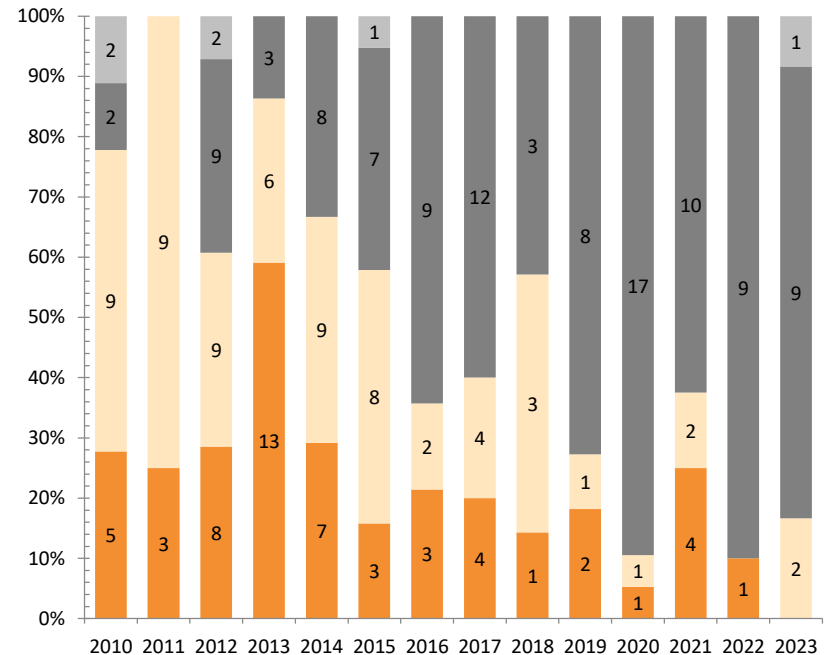
Je nach Erhebungsintervall bzw. Renditeintervall (monatlicher, wöchentlicher oder täglicher Renditemessung) können sich unterschiedliche Betafaktoren ergeben.

In den untersuchten Gutachten werden weit überwiegend wöchentliche oder monatliche Erhebungsintervalle oder beide Intervalle nebeneinander verwendet. Der Anteil der Fälle, in denen beide Erhebungsintervalle untersucht werden, hat seit 2014 deutlich zugenommen. Auch in 2023 wurde ein Großteil der Betafaktoren anhand beider Erhebungsintervalle ermittelt.

Die ergänzende Betrachtung von täglichen Intervallen erfolgte insgesamt lediglich in 3% 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

### Anpassung von Betafaktoren

Raw Betafaktoren entsprechen den sich unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ergebenden Werten. Sogenannte „adjusted“ Betafaktoren liegt regelmäßig die Annahme zugrunde, dass Betafaktoren eine autoregressive Tendenz haben und langfristig gegen 1 tendieren (Blume-Anpassung). Der Finanzinformationsdienstleister Bloomberg stellt adjusted Betas zur Verfügung, die der Summe des mit 0,66 gewichteten raw Betafaktors und 0,33 entsprechen (entspricht grundsätzlich somit der sog. Blume-Anpassung).

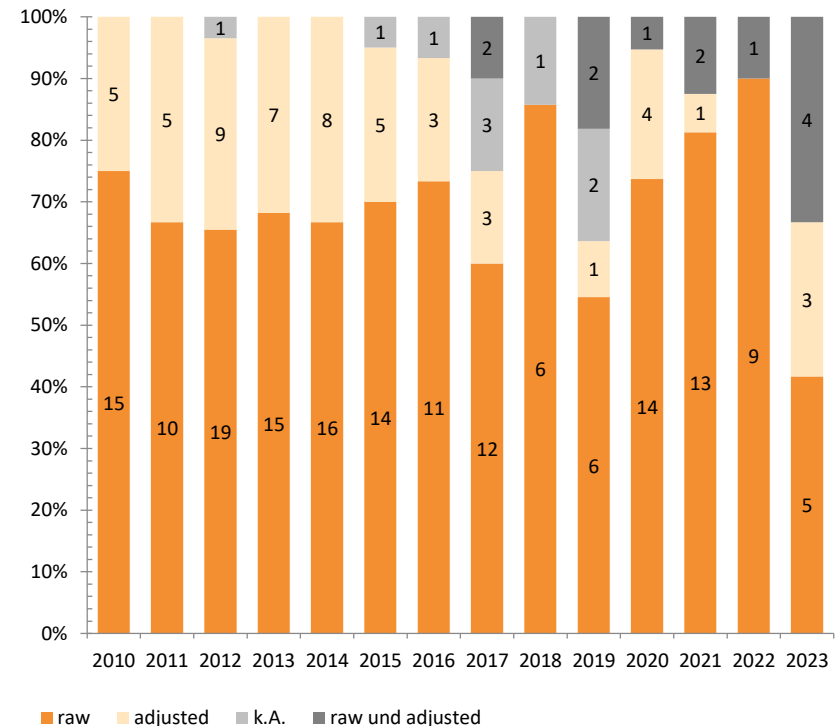
Allerdings kommen auch andere Anpassungen wie etwa die Vasicek-Adjustierung zur Anwendung. Bei diesem Verfahren wird anstelle einer pauschalen Anpassung unter Berücksichtigung des statistischen Standardfehlers gegen den Mittelwert der Peer Group adjustiert. Auf diese Weise sollen Verzerrungen des mittleren Betafaktors aufgrund statistische Ausreißer oder pauschaler Anpassungsannahmen vermieden werden.

In 69% aller Bewertungen wird ausschließlich der raw Betafaktor verwendet. Während sich dieser Anteil in den letzten Jahren stetig erhöht hat und im Jahr 2022 90% betrug, wurde im Jahr 2023 lediglich in 42 % der relevanten Fälle vollständig auf eine pauschale Anpassung verzichtet.

Der Anteil der Fälle, in denen ausschließlich adjusted Betafaktoren verwendet wurden, war in den vorangegangenen Jahren rückläufig. Bei der Verwendung von adjusted Betafaktoren wird in einem Großteil der Fälle die Blume-Anpassung genutzt.

In 2023 wurden in drei Fällen adjusted Betafaktoren zugrunde gelegt. In mindestens einem Fall wurde eine Vasicek-Anpassung vorgenommen. In vier Fällen wurden raw und adjusted Betafaktoren nebeneinander betrachtet. Dabei wurde der Betafaktor gutachterlich innerhalb der ermittelten Bandbreite festgelegt.

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.

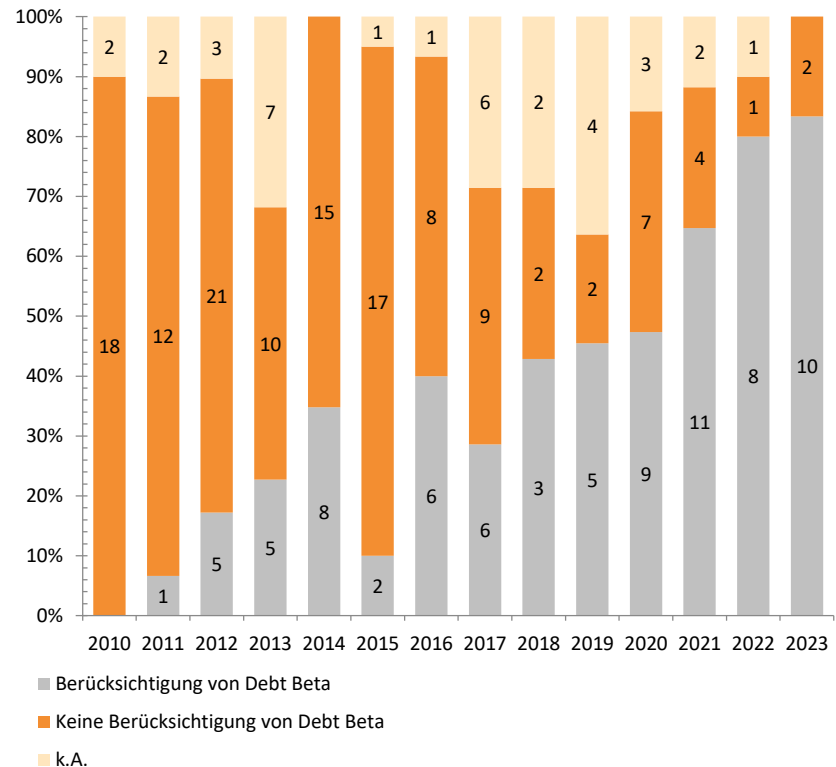
Der auf die Marge des Kreditgebers und den Erwartungswert des Kreditausfalls entfallende Teil des Zins-Spreads kann dabei außer Betracht bleiben. Debt Betas für an Börsen gehandelte Schuldtitel unterschiedlicher Risikoklassen könnten auch direkt durch Regressionsanalysen abgeleitet werden.

### Auswirkungen bei Berücksichtigung des Debt Betas

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

Im Jahr 2023 ist der Anteil der Bewertungen mit Berücksichtigung von Debt Beta weiter angestiegen. Nur im Rahmen der Kapitalkostenableitung bei den Bewertungen der va-Q-tec AG und der POLIS Immobilien AG wurde kein Debt Beta berücksichtigt. Im Fall der POLIS Immobilien AG führten separate Analysen des Prüfers unter Berücksichtigung des Debt Beta zu einem geringeren Unternehmenswert. Auch bei der va-Q-tec AG wurden durch den Prüfer ergänzende Analysen zur Plausibilisierung des Betafaktors vorgenommen.

Anteil der Gutachten



## 4.3.8 Höhe von unlevered Betafaktoren

Die in den Gutachten angesetzten unlevered Betafaktoren betragen im Mittel über alle Fälle 0,85 und weisen eine breite Streuung auf, was auf branchenspezifische Unterschiede zurückzuführen ist. Die Spannweite der Betafaktoren über alle Sachverhalte reicht von 0,20 für ein Immobilien-Beteiligungsunternehmen bis zu 1,45 für ein Biodiesel-Unternehmen. Da für Banken meist nur verschuldete Betafaktoren angegeben werden, haben wir diese nicht in die Analyse einbezogen.

Eine Auswertung der Betafaktoren nach Branchen wäre sowohl aufgrund der zu geringen Zahl der Beobachtungen in einigen Branchen und der nicht immer eindeutigen Branchenzuordnung und unterschiedlicher Geschäftsmodelle innerhalb einer Branche als auch aufgrund der unterschiedlichen Stichtage über einen mittlerweile 14-jährigen Erhebungszeitraum nicht aussagefähig.

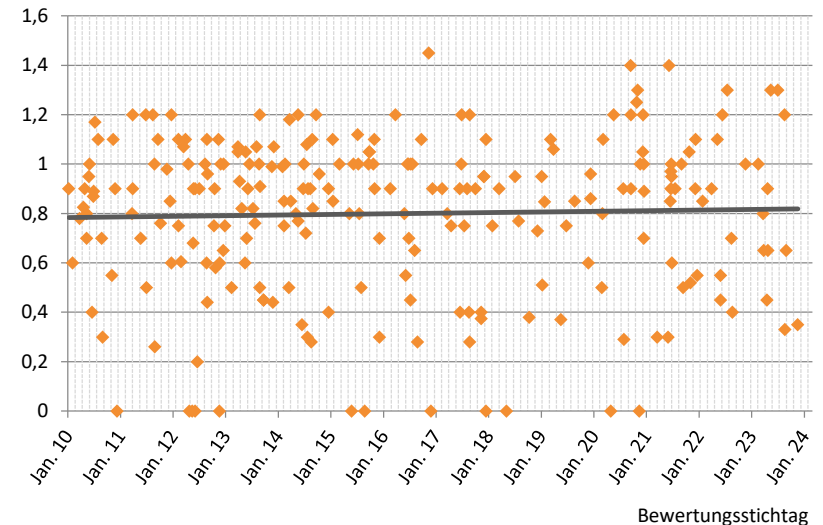
Die Bandbreite der unverschuldeten Betafaktoren der Bewertungsfälle in 2023 von 0,33 bis 1,30 ist ebenfalls recht groß und betrifft folgende Einzelwerte:

### BETAFAKTOREN VON BEWERTUNGEN IM JAHR 2023

Unternehmen	Stichtag	Branche	Unlevered Betafaktor
KROMI Logistik AG	27.02.2023	Werkzeughandel	1,00
Studio Babelsberg AG	31.03.2023	Medienproduktion	0,80
HolidayCheck Group AG	05.04.2023	Online-Reiseportal	1,30
McKesson Europe AG	06.04.2023	Pharmagroßhandel	0,65
ADLER Real Estate AG	28.04.2023	Immobilien	0,45
Pfeiffer Vaccum Technology AG	02.05.2023	Vakuumpumpen und –systeme	0,90
Vantage Towers AG	05.05.2023	Telekommunikation	0,65
onoff AG	05.07.2023	Informationstechnologie	-
SLM Solutions Group AG	13.07.2023	Maschinenbau	1,30
Deutsche Balaton Immobilien I AG	31.07.2023	Immobilien	-
Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA	16.08.2023	Vermögensverwaltung	-
va-Q-tec AG	29.08.2023	Thermische Dämpfstoffe	1,20
POLIS Immobilien AG	30.08.2023	Immobilien	0,33
vOffice SE	31.08.2023	Software	-
Kabel Deutschland Holding AG	08.09.2023	Telekommunikation	0,65
MISTRAL Media AG	22.09.2023	Vermögensverwaltung	-
Aves One AG	28.11.2023	Schiienenverkehr	0,35

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.

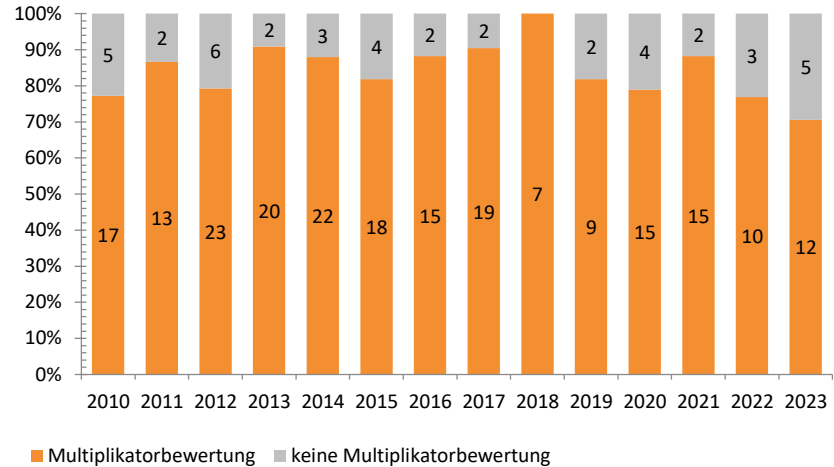
Der weit überwiegende Anteil der Gutachten (84%) enthält eine Multiplikator-Bewertung zur Plausibilisierung des errechneten Unternehmenswerts.

In 2023 haben Bewertungsgutachter in fünf Fällen auf Multiplikator-Bewertungen zur Plausibilisierung verzichtet, da die Bewertung anhand des Net Asset Value bzw. Liquidationswertes durchgeführt wurde bzw. die Situation der bewerteten Gesellschaft als zu spezifisch angesehen wurde, als dass eine vergleichende Bewertung sachgerecht wäre.

In lediglich 9% aller Fälle in 2010 bis 2023 basiert die Multiplikator-Bewertung ausschließlich auf Ist-Zahlen. Erstmals seit 2020 wurde in einem Gutachten des Jahres 2023 ausschließlich auf Ist-Zahlen abgestellt. Die Nicht-Berücksichtigung von ausschließlichen Ist-Zahlen in den Jahren 2021 und 2022 dürfte auf die außergewöhnlichen Umstände durch die Covid-Pandemie und den Ukraine-Krieg zurückzuführen sein.

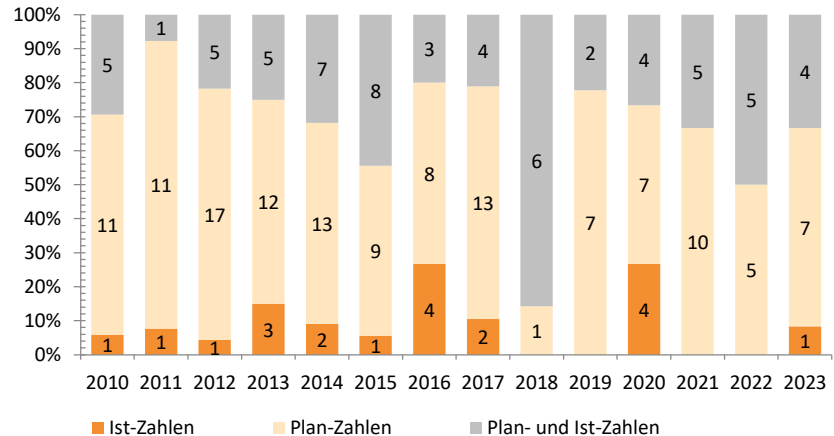
## Multiplikator-Bewertung

Share of the reports



## Multiplikatoren auf Basis von Plan- oder Ist-Zahlen

Anteil der Gutachten



## 6. Ausgleichszahlung

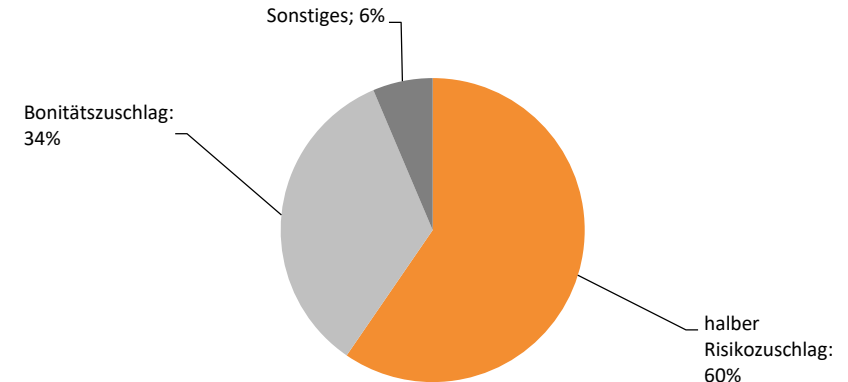
Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge bieten dem Minderheitsaktionär die Wahl, zwischen einer sofortigen Abfindung und der Möglichkeit, seine Aktionärsposition im Rahmen des Gesellschaftsvertrags gegen eine garantierte jährliche Dividendenzahlung für die Dauer des Vertrages fortzusetzen. In 60% 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 40% der Gutachten setzt sich der Verrentungssatz aus dem risikolosen Zinssatz und einem Bonitätszuschlag zusammen.

Im Jahr 2023 wurden im Rahmen dieser Studie sechs Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge erfasst. Im Fall der va-Q-tec wurde der risikolose Zins um den Bonitätszuschlag des Hauptaktionärs erhöht, und ein. Bei der va-Q-tec schließen die vertraglichen Regelungen das Risiko des Vermögensentzugs für die Minderheitsaktionäre bei Kündigung des BGAV aus. Für die Ermittlung der Ausgleichszahlung für die Minderheitsaktionäre der Studio Babelsberg AG wurden mehrere Ableitungen dargestellt, darunter der Mittelwertansatz und eine Ableitung auf Basis ratingbasiert abgeleiteter Fremdkapitalkosten des herrschenden Unternehmens zuzüglich einer BGAV-spezifischen Risikoprämie. Beide Ansätze führten zu ähnlichen Ergebnissen. Der gerichtlich bestellte Prüfer hat ausschließlich den Mittelwertansatz dargestellt.

Eine Verzinsung des Börsenkurses wurde bei keinem BGAV der Ableitung der Ausgleichszahlung zugrunde gelegt.

## 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 Gewinnabführungsvertrag, Purchase Price Allocation oder Impairment Test und erstellen Fairness Opinions. Der Schwerpunkt unserer Dienstleistungen im Bereich Transaktionsberatung liegt in der Durchführung von Financial und Tax Due Diligence-Projekten.

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

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



**Dr. Jochen Beumer**

**Partner, Düsseldorf**

Wirtschaftsprüfer

Dipl.-Kfm.

T +49 211 5180 28-16

jochen.beumer@i-advise.de



**Dominik Lehmann**

**Director, Frankfurt**

Steuerberater

Dipl.-Ök., CVA

T +49 151 161 424 03

dominik.lehmann@i-advise.de



**Dominik van Leuven**

**Senior Manager, Düsseldorf**

M.Sc. Finance & Accounting

T +49 211 5180 28-23

dominik.vanleuven@i-advise.de

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr	Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2023</b>			<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2022</b>		
Aves One AG	Rhine Rail Investment AG	2023	ADVA SE	ADTRAN Holdings, Inc.	2022
MISTRAL Media AG	Deutsche Balaton AG	2023	Tin International AG	Deutsche Rohstoff AG	2022
Kabel Deutschland Holding AG	Vodafone Vierte Verwaltungs AG	2023	AGROB Immobilien AG	RFR InvestCo 1 GmbH	2022
vOffice SE	RA-MICRO Holding GmbH & Co. KG	2023	cash.life AG	ectus 80.AG	2022
POLIS Immobilien AG	Mann Unternehmensbeteiligungen GmbH	2023	Verallia Deutschland AG	Verallia Packaging S.A.S.	2022
va-Q-tec AG	Fahrenheit AcquiCo GmbH	2023	BV Holding AG	Lloyd Fonds AG	2022
Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA	FinLab AG	2023	MyHammer Holding AG	Instapro II AG	2022
Deutsche Balaton Immobilien I AG	Mistral Media AG	2023	Deutsche Industrie Grundbesitz AG	CTP N.V.	2022
SLM Solutions Group AG	Nikon AM. AG	2023	GxP German Properties AG	Paccard eight AG	2022
onoff AG	SpiraTec AG	2023	KUKA AG	Guangdong Midea Electric Co., Ltd.	2022
Vantage Towers AG	Oak Holdings GmbH	2023	SinnerSchrader AG	Accenture Digital Holdings GmbH	2022
Pfeiffer Vacuum Technology AG	Pangea GmbH	2023	Schaltbau Holding AG	Voltage BidCo GmbH	2022
ADLER Real Estate AG	Adler Group S.A.	2023	FPB Holding Aktiengesellschaft	Stora Enso Paper GmbH	2022
McKesson Europe AG	McKesson Europe Holdings GmbH & Co. KGaA	2023	<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2021</b>		
HolidayCheck Group AG	Burda Digital SE	2023	SAINT-GOBAIN ISOVER G+H AG	Compagnie de Saint-Gobain Zweigniederlassung Deutschland	2021
Studio Babelsberg AG	Kino BidCo GmbH	2023	Bioenergy Capital AG	ABAG Aktienmarkt Beteiligungs AG	2021
KROMI Logistik AG	Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV	2023	AKASOL AG	ABBA BidCo AG	2021
			Sport1 Medien AG	Highlight Communications AG	2021
			Sinner AG	SBS Familien - Verwaltungs AG	2021
			RIB Software SE	Schneider Electric Investment AG	2021
			VTG AG	Warwick Holding GmbH	2021
			Sachsenmilch AG	Unternehmensgruppe Theo Müller S.e.c.s.	2021
			Allgemeine Gold- und Silberscheideanstalt AG	Umicore International AG	2021
			HumanOptics AG	HumanOptics Holding AG	2021
			ISRA VISION PARSYTEC AG	ISRA VISION AG	2021
			MAN SE	TRATON SE	2021
			Odeon Film AG	LEONINE Licensing AG	2021
			ERLUS AG	Girnghuber GmbH	2021
			i:FAO AG	Amadeus Corporate Business AG	2021
			WESTGRUND AG	ADLER Real Estate AG	2021
			Covivio Office AG	Covivio Office Holding GmbH	2021

<b>Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger</b>	<b>Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger</b>	<b>Jahr</b>	<b>Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger</b>	<b>Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger</b>	<b>Jahr</b>
<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2020</b>			<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2019</b>		
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	<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2018</b>		
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

<b>Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger</b>	<b>Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger</b>	<b>Jahr</b>	<b>Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger</b>	<b>Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger</b>	<b>Jahr</b>
<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2017</b>			<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2016</b>		
Meyer Burger (Germany) AG	MBT Systems GmbH	2017	PETROTECH AG	REG Germany AG	2016
SWS Spannwerkzeuge GmbH	Pittler Maschinenfabrik AG	2017	IKB Deutsche Industriebank AG	LSF6 Europe Financial Holdings, L.P.	2016
GfK SE	Acceleratio Capital N.V.	2017	MWG-Biotech AG	Eurofins Genomics B. V.	2016
Kontron AG	S&T Deutschland Holding AG	2017	Wincor Nixdorf AG	Diebold Holding Germany Inc. & Co. KGaA	2016
CONET Technologies AG	Conet Technologies Holding GmbH	2017	Colonia Real Estate AG	TAG Beteiligungs- und Immobilienverwaltungs GmbH	2016
FIDOR Bank AG	3F Holding GmbH	2017	Bochum-Gelsenkirchener Straßenbahnen AG	Holding für Versorgung und Verkehr GmbH	2016
Chorus Clean Energy AG	Capital Stage AG	2017	Medisana AG	Comfort Enterprise GmbH	2016
SinnerSchrader AG	Accenture Digital Holdings GmbH	2017	VBH Holding AG	TLF Holding AG	2016
UNIWHEELS AG	Superior Industries International Germany AG	2017	DMG Mori AG	DMG Mori GmbH	2016
WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- AG	TLG Immobilien AG	2017	DO Deutsche Office AG	DO Deutsche Office AG	2016
TLG Immobilien AG	WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-AG	2017	net mobile AG	DOCOMO Digital GmbH	2016
Agroinvest Plus AG	AGRARINVEST AG	2017	elexis AG	SMS GmbH	2016
Conwert Immobilien Invest SE	Vonovia SE	2017	Atevia AG	Cinetic GmbH	2016
XCOM AG	FinTech Group AG	2017	Saint-Gobain Oberland AG	Horizon Holdings Germany GmbH	2016
Pelikan AG	Pelikan International Corporation Berhad	2017	Gruschwitz Textilwerke AG	pdm Holding AG	2016
Creaton AG	Etex Holding GmbH	2017	NTT Com Security AG	NTT Communications Deutschland GmbH	2016
Bremer Straßenbahn AG	Bremer Verkehrsgesellschaft	2017	KENA Verwaltungs AG	Herr Harry Witt	2016
DVB Bank SE	DZ Bank AG	2017	Analytik Jena AG	Endress + Hauser	2016
STRABAG AG	Ilbau Liegenschaftsverwaltung AG	2017			
primion Technology AG	Azkoyen, S.A.	2017			
KÖLN-DÜSSELDORF Deutsche Rheinschiffahrt AG	KD River Invest GmbH	2017			



Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr	Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2015</b>			<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2014</b>		
Molda AG	Döhler Holding AG	2015	Hotel AG Wuppertal	Stadt Wuppertal	2014
AREAL Immobilien u. Beteiligungs-AG	Thelen Holdings GmbH	2015	Curanum AG	Korian Deutschland AG	2014
Youniq AG	Corestate BenBidCo AG	2015	nextevolution Aktiengesellschaft	Die HeidelbergCapital Private Equity Fund II GmbH & Co. KG	2014
Piper + Jet Maintenance AG	Piper Deutschland AG	2015	Realtime Technology AG	3DS Acquisition AG	2014
GFKL Financial Services AG	Garfunkel Holding GmbH	2015	Heidelberger Lebensversicherung AG	Heidelberger Leben Holding	2014
PIXELPARK AG	MMS Germany Holdings GmbH	2015	P&I Personal & Informatik AG	Argon GmbH	2014
Impreglon SE	GMT Investment AG	2015	Travel Viva AG	Travel Viva Holdein AG	2014
MeVis Medical Solutions AG	VMS Deutschland Holdings GmbH	2015	Pulsion Medical Systems SE	Maquet Medical Systems AG	2014
Kässbohrer Geländefahrzeug AG	LuMe Vermögensverwaltung GmbH	2015	Etienne Aigner Aktiengesellschaft	Frau Evi Brandl	2014
Deutsche Postbank AG	Deutsche Bank AG	2015	Hanfwerke Oberachern A.G.	AGM Anlagen GmbH	2014
Forst Ebnath AG	Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft	2015	Ferd. Rückforth Nachfolger AG	REWE-ZENTRALFINANZ eG	2014
Sky Deutschland AG	Sky German Holdings	2015	Design Hotels AG	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	2014
Ehlenbracht AG	Ehlebracht Holding AG	2015	Celesio AG	Dragonfly GmbH & Co. KGaA	2014
Jetter AG	Bucher Beteiligungsverwaltung AG	2015	IBS AG	Siemens Industry Automation Holding AG	2014
AS Abwicklung und Solar-Service AG i.L.	Robert Bosch GmbH	2015	Essanelle Hair Group AG	Hair Group AG	2014
Onvista AG	Boursorama S.A.	2015	GSW Immobilien AG	Deutsche Wohnen AG	2014
DAB Bank AG	BNP Paribas Beteiligungsholding AG	2015	Bien-Zenker AG	ADCURAM Fertigtbau Holding AG	2014
Dresdner Factoring AG	abcfinance Beteiligungs AG	2015	CyBio AG	Analytik Jena AG	2014
Karlsruher Sanatorium AG	Marseille-Kliniken AG	2015	Röder Zeltsysteme und Service AG	Zurmont Madison Deutschland GmbH	2014
Matth. Hohner AG	HS Investment Group Inc.	2015	Buch.de Internetstores AG	Thalia Holding GmbH	2014
HOMAG Group AG	Dürr Technologies	2015	Vk Mühlen AG	Good Mills	2014
WMF AG	Finedining Capital GmbH	2015	Advanced Inflight Alliance AG	Global Entertainment AG	2014
ADC African Development Corporation AG	Atlas Mara Beteiligungs AG	2015	C.J. Vogel AG	Otto AG für Beteiligungen	2014
Augusta Technologie AG	TKH Technologie Deutschland AG	2015	Kabel Deutschland Holding AG	Vodafone Vierte AG	2014
			Sedo Holding AG	United Internet Ventures AG	2014
			Varta AG	GOPLA Beteiligungsgesellschaft mbH	2014

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr	Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2013</b>			<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2012</b>		
Generali Deutschland Holding AG	Assicurazioni Generali S.p.A.	2013	F. Reichelt AG	Fedor Holding GmbH	2012
GBW AG	Pearl AcquiCo Eins GmbH & Co. KG	2013	AIRE GmbH & Co. KGaA	AIG Century GmbH & Co. KGaA	2012
Terex Material Handling & Port Solutions AG	Terex Industrial Holding AG	2013	Andreas-Noris Zahn AG (ANZAG AG)	Alliance Healthcare Deutschland Holdings 1 GmbH	2012
OCM German Real Estate Holding AG	Prime Office REIT-AG	2013	Holcim (Deutschland) AG	Holcim Beteiligungs GmbH (Deutschland)	2012
Prime Office REIT-AG	OCM German Real Estate Holding AG	2013	IBS AG excellence, collaboration, manufacturing	Siemens Beteiligungen Inland GmbH	2012
hotel.de AG	Hotel Reservation Service Robert Ragge GmbH	2013	Derby Cycle AG	PON Holding Germany GmbH	2012
CinemaxX AG	Vue Beteiligungs GmbH	2013	net-m privatbank 1891 AG	net mobile AG	2012
W.E.T. Automotive Systems AG	Gentherm Europe GmbH	2013	Tognum AG	Engine Holding GmbH	2012
Rücker AG	ATON Engineering AG	2013	RENERCO Renewable Energy Concepts AG	BayWa r.e. GmbH	2012
Hansen Sicherheitstechnik AG	Kopex S.A.	2013	MCS Modulare Computer und Software Systeme AG	Franz Hensmann AG	2012
Computec Media AG	Marquard Media International AG	2013	SHIGO ASIA AG	Crown Eminence Investment Limited	2012
Dyckerhoff AG	Buzzi Unicem S.p.A.	2013	Württembergische Leinenindustrie AG	VEM Vermögensverwaltungs AG	2012
Ventegis Capital AG	Berliner Effektengesellschaft AG	2013	Graphit Kropfmühl AG	AMG Mining AG	2012
MAN SE	Truck & Bus GmbH	2013	Damp Holding AG	HELIOS Kliniken GmbH	2012
Douglas Holding AG	Beauty Holding Two GmbH	2013	Comarch Software und Beratung AG	Comarch AG	2012
Intelligence AG	NTT DATA EUROPE GmbH & Co. KG	2013	Utimaco Safeware AG	Sophos Holdings GmbH	2012
SCA Hygiene Products SE	SCA Group Holding B.V.	2013	Rathgeber AG	F.X. Meiller Beteiligungs-GmbH	2012
HYMER AG	Erwin Hymer Vermögensverwaltungs AG	2013	Deutsche Postbank AG	DB Finanz-Holding GmbH	2012
Heiler Software AG	Informatica Deutschland AG	2013	W.O.M. World of Medicine AG	ATON GmbH	2012
Reply Deutschland AG	Reply S.p.A.	2013	INFO Gesellschaft für Informationssysteme AG	INFO Gesellschaft für Informationssysteme Holding AG	2012
Reply S.p.A.	Reply Deutschland AG	2013	Solarparc AG	SolarWorld AG	2012
7C Solarparken NV	COLEXON Energy AG	2013	Bausparkasse Mainz AG	INTER Krankenversicherung AG	2012
			Landesbank Berlin Holding AG	Erwerbsgesellschaft der S-Finanzgruppe	2012
			TDS Informationstechnologie AG	Fujitsu Services Overseas Holding Ltd	2012
			Leica Camera AG	Lisa Germany Holding GmbH	2012
			Demag Cranes AG	Terex	2012
			Deutsche Immobilien Holding AG	Zech	2012
			Schramm Holding AG	Salvador AG	2012
			Versatel AG	VictorianFibre Holding GmbH	2012

<b>Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger</b>	<b>Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger</b>	<b>Jahr</b>	<b>Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger</b>	<b>Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger</b>	<b>Jahr</b>
<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2011</b>			<b>Bewertungsstichtag im Jahr 2010</b>		
PROCON MultiMedia AG	MHG Media Holdings AG	2011	Winter AG	Trüb AG	2010
Medion AG	Lenovo Germany Holding GmbH	2011	Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG	Landesbank Berlin AG	2010
Süd-Chemie AG	Clariant AG	2011	PC-Ware AG	PERUNI Holding GmbH	2010
Triumph International AG	Triumph International Holding GmbH	2011	GENEART AG	Applied Biosystems Deutschland GmbH	2010
LHA Internationale Lebensmittelagentur Krause AG	LHA Holding A. und R. Krause GbR	2011	Gasanstalt Kaiserslautern AG	EWG Energie-Wasser-Partner AG	2010
REpower Systems SE	AE-Rotor Holding B.V.	2011	Actris AG	ACTRIS Beteiligungs GmbH & Co. KG	2010
FrankonoWest AG	TAG Immobilien AG	2011	Klöckner-Werke AG	Salzgitter Mannesmann AG	2010
W.E.T. Automotive Systems AG	Amerigon Europe GmbH	2011	Christ Water Technology AG	Eimco Water Technologies GmbH	2010
A. Moksel AG	VION N.V.	2011	HBW Abwicklungs AG	InBev Germany Holding GmbH	2010
Frogster Interactive Pictures AG	Gameforge AG	2011	Cembra Beteiligungs AG	Raiffeisen International Bank-Holding AG	2010
INTERHYP AG	ING Direct N.V.	2011	ALTANA AG	Skion GmbH	2010
GeneScan Europe AG	Eurofins ventures B.V.	2011	Computerlinks AG	CSS Computer Security Solutions Erwerbs GmbH	2010
INTERSEROH SE	ALBA Group plc & Co. KG	2011	k.A.li-Chemie AG	Solvay k.A.li-Chemie Holding GmbH	2010
P&I Personal & Informatik AG	Argon GmbH	2011	Themis Industries Group	Heliad Equity Partners	2010
Internolix AG	netPULS Beteiligungsgesellschaft mbH	2011	syskoplan AG	Reply S.p.A.	2010
			Ergo Versicherung AG	Münchener Rückver.-Gesellschaft AG	2010
			Burgbad AG	ECZACIBASI	2010
			Maihak AG	Sick Maihak GmbH	2010
			Winkler+Duennebier AG	Körber AG	2010
			Dom-Brauerei AG	Vertriebsgesellschaft deutscher Brauereien mbH	2010
			IDS Scheer AG	SAG Beteiligungs GmbH	2010
			TA Triumph-Adler AG	KYOCERA MITA Corporation	2010

Bewertungsobjekt / Beherrschte Gesellschaft / Übertragender Rechtsträger	Hauptaktionär / Herrschende Gesellschaft / Übernehmender Rechtsträger	Jahr
team agrar AG	Dansk Landbrugs Grovareselskab a.m.b.a	2023
UBS Europe SE	UBS AG	2023
AMIRA Verwaltungs AG	Blitz 11-263 SE	2021
Porphywerke Weinheim-Schriesheim AG	Werhahn & Nauen SE & Co. OHG	2021
Vedes AG	VEDES Vereinigung der Spielwaren-Fachgeschäfte e. G.	2021
Stowe Woodward AG (jetzt: Andritz Fabrics and Rolls AG)	Robec Walzen GmbH	2021
Neusser Bauverein	Stadt Neuss	2021
UferHallen AG	ArgoPrato GmbH & Co. KG	2021
Deutsche Binnenreederei AG	Rhenus PartnerShip GmbH & Co. KG	2021
Nymphenburg Immobilien Aktiengesellschaft	NIAG SE	2021
HABA Computer AG	APV Ärztliche Privatverrechnungsstelle GmbH	2021
Baumaterialien-Handelsgesellschaft Aktiengesellschaft	B u. B Süd-Ostbayern Betriebs GmbH	2019
TIVOLI Grundstücks-AG	Portia Grundstücks-Verwaltungsgesellschaft mbH & Co. Objekt KG	2019

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

## Standorte I-ADVISE

### DÜSSELDORF

Klaus-Bungert-Straße 5a  
D-40468 Düsseldorf

 +49 211 5180 28 - 0

### FRANKFURT

Bettinastraße 35 - 37  
D-60325 Frankfurt

 +49 211 5180 28 - 22

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.