

Moore BRL Valuation & Modelling

Newsletter **Corporate Finance**

Q3/2024

Aktuelles zur Unternehmensbewertung

- Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU)
- Rechtsprechung: Andere anerkannte Methoden bei steuerlichen Bewertungsanlässen

Kapitalmarktdaten und Kapitalkosten

Volkswirtschaftliche Daten

Newsletter **Corporate Finance** Q3/2024

Liebe Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Sie zu unserem Newsletter **Corporate Finance** zu begrüßen!

In kompakter Form informieren wir Sie über aktuelle Themen rund um die Unternehmensbewertung sowie über die Entwicklung wesentlicher Kapitalkostenparameter und volkswirtschaftlicher Rahmendaten.

Sprechen Sie uns bei Fragen gerne an.

| | |
|---------------------------------|----------|
| Wir über uns | 3 |
| Moore BRL im Überblick | 4 |
| Moore BRL Leistungsangebot | 5 |
| Moore BRL Valuation & Modelling | 6 |

| | |
|--|----------|
| Aktuelles | 7 |
| Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) | 8 |
| Rechtsprechung: Andere anerkannte Methoden bei steuerlichen Bewertungsanlässen | 11 |

| | |
|--------------------------|-----------|
| Kapitalmarktdaten | 12 |
| Allgemeines | 13 |
| Basiszins | 14 |
| Marktrisikoprämien | 16 |
| Branchenbetas | 20 |
| Branchenmultiples | 22 |

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| Volkswirtschaftliche Daten | 24 |
| Einleitung | 25 |
| BIP-Wachstum und Inflation | 26 |
| LKW-Maut-Fahrleistungsindex | 27 |
| Ölpreis und Wechselkurs EUR/USD | 28 |
| DAX und VDAX-NEW | 29 |

Ansprechpartner



Marc Lange
Moore BRL Valuation & Modelling

Marc.Lange@Moore-BRL.de

Moore BRL GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Berlin
Pariser Platz 4 A
10117 Berlin
T +49 30 56 55 56 - 0

Hamburg
Jungfernstieg 30
20354 Hamburg
T +49 40 35 006 - 0

www.Moore-BRL.de

Wir über uns

Moore BRL im Überblick

Moore BRL Leistungsangebot

Moore BRL Valuation & Modelling

Moore BRL im Überblick



Mit rund **400** Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern werden wir für mittelständische Unternehmen, weltweit agierende Konzerne und anspruchsvolle Privatpersonen tätig.



Wir bieten **multidisziplinäre Beratungsleistungen** in den Bereichen Wirtschaftsprüfung & Risk Advisory, Steuerberatung, Rechtsberatung und Sanierung & Insolvenz.*



In fachbereichsübergreifenden **Praxisgruppen** bündeln unsere Experten ihre Kompetenzen für verschiedene Branchen und Themenkreise wie z.B. Maritime Wirtschaft, Unternehmensnachfolge oder Private Equity & Venture Capital.



Moore BRL zählt laut der Lünendonk®-Liste 2023 zu den **Top 25** Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaften in Deutschland.



Wir sind mit Full-Service-Standorten in **Hamburg** und **Berlin** vertreten.

Über die BRL BOEGE ROHDE LUEBBEHUESEN Partnerschaft verfügen wir über weitere Büros in **Bielefeld, Bochum, Dortmund, Essen, Hannover** und **München**.



Wir sind Mitglied von **Moore Global**, einem führenden Netzwerk unabhängiger Prüfungs- und Beratungsgesellschaften mit rund **37.000** Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern an **558** Standorten in **114** Ländern.

* Rechtsberatungsleistungen werden über die BRL BOEGE ROHDE LUEBBEHUESEN Partnerschaft von Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern mbB erbracht.

Moore BRL Leistungsangebot



Gemeinsam mit der **BRL BOEGE ROHDE LUEBBEHUESEN** Partnerschaft von Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern mbB bieten wir multidisziplinäre Beratung aus einer Hand. Insbesondere bei M&A-Transaktionen, Sanierungsprojekten oder Restrukturierungen profitieren unsere Mandanten von der eingespielten Zusammenarbeit unserer Fach- und Branchenexperten.

Wirtschaftsprüfung & Risk Advisory

Prüfung & prüfungsnahe Beratung

Valuation & Modelling

Transaction Services

Corporate Recovery

Financial & Operational Risk Services

IT Risk Services, Cyber Security, Data Science & Artificial Intelligence

Steuerberatung

Steuerstrukturierung

Steuerliche Compliance

Verrechnungspreise und internationale Steuerberatung

M&A Steuerberatung

Rechtsberatung

Corporate / M&A

Immobilienrecht

Öffentliches Wirtschaftsrecht

Arbeitsrecht

Gewerblicher Rechtsschutz, IT-Recht & Datenschutzrecht

Konfliktlösung / Prozessführung

Sanierung & Insolvenz

Insolvenzverwaltung

Distressed M&A

Restrukturierung & Sanierung

Insolvenznahe Litigation

Moore BRL Valuation & Modelling

Im Bereich Valuation & Modelling bieten wir insbesondere folgende Leistungen an:

**Unternehmensbewertungen
für rechtliche und steuerliche
Bewertungsanlässe**

**Unternehmensbewertungen
im Rahmen von M&A-
Transaktionen**

Fairness Opinion

**Bewertung immaterieller
Vermögenswerte**

**Kaufpreisallokation und
Impairment Test**

**Support bei der Ermittlung von
Kapitalkosten und Beratung
bei Bewertungsprojekten**

**Bewertung von
Mitarbeiterbeteiligungen**

**Erstellung und
Plausibilisierung von
Planungsrechnungen**

Model Review und Model Audit

Aktuelles

Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU)

Rechtsprechung: Branchenübliche Verfahren bei steuerlichen Bewertungsanlässen

Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU)

(1/3)

Hintergrund

Die Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) bringt zahlreiche Besonderheiten mit sich. Der folgende Beitrag soll auf ausgewählte Aspekte hinweisen, welche im Rahmen der gutachterlichen Ermittlung objektiver Unternehmenswerte in der Praxis immer wieder zu Missverständnissen und Irrtümern führen.

Typische Herausforderungen ergeben sich aus der Tatsache, dass häufig das Management von KMU nicht unabhängig von den Unternehmenseignern ist. Es kann zu Überschneidungen zwischen betrieblicher und privater Sphäre der Eigentümer kommen. Häufig liegen eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten vor. Die Rechnungslegung ist oft nur beschränkt aussagefähig und Unternehmensplanungen fehlen oder sind nicht dokumentiert. Insbesondere ist daher auf die Abgrenzung des Bewertungsobjekts und die Bestimmung der dem Bewertungsobjekt innewohnenden übertragbaren Ertragskraft zu achten und die Zuverlässigkeit der vorhandenen Daten zu würdigen. Darüber hinaus sollte auch die Komplexität der Bewertung und der damit verbundene Kostenaufwand in einem angemessenen Verhältnis zur Größe des Unternehmens und den spezifischen Anforderungen des Bewertungsanlasses stehen.

Definition und Abgrenzung von KMU

Auch wenn für verschiedene Zwecke zahlreiche Definitionen und Größenklassifikationen für Unternehmen existieren, ist die pauschale Einordnung anhand quantitativer Kriterien für Bewertungszwecke grundsätzlich nicht zielführend. Die beispielsweise nach den Größenklassen des § 267 HGB als „klein“ oder „mittelgroß“ einzuordnenden Unternehmen decken eine enorme Bandbreite verschiedenster Unternehmen mit unterschiedlichen individuellen Ausprägungen typischer KMU-Merkmale ab. Dabei können diese Merkmale vereinzelt auch noch bei verhältnismäßig großen Unternehmen festzustellen sein oder aber bei sehr kleinen Unternehmen kaum Relevanz aufweisen. Es ist daher die Aufgabe des Bewerter, in jedem Einzelfall das Vorliegen qualitativer Merkmale von KMU zu prüfen und diese angemessen im Bewertungskalkül zu berücksichtigen.

Bewertungsverfahren

Der Standard IDW S1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland fasst in Rechtsprechung, Theorie und Praxis allgemein erkannte Bewertungsgrundsätze zusammen. Er bietet daher insbesondere bei Bewertungen für rechtliche und steuerliche Zwecke, aber auch als Grundlage für ökonomische Entscheidungen einen bewährten und belastbaren Rahmen. Der Unternehmenswert wird demnach als Barwert der erwarteten künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens (Zukunftserfolgswert) anhand des Ertragswert- oder DCF-Verfahrens ermittelt. Die Wertuntergrenze stellt in der Regel der Liquidationswert dar. Multiplikatorverfahren können zur Plausibilisierung herangezogen werden, können jedoch eine Unternehmensbewertung nicht ersetzen. Wirtschaftsprüfer können im Einzelfall auch abweichende Bewertungsverfahren anwenden, z.B. aufgrund entsprechender gesellschaftsvertraglicher Abfindungsregelungen. In diesem Fall sollte der Bewerter jedoch den Auftraggeber auf mögliche Abweichungen von einem nach IDW S1 ermittelten Wert hinweisen.

Die im IDW S1 dargelegten Grundsätze finden regelmäßig auch bei der Bewertung von KMU Anwendung. Zur Konkretisierung im Hinblick auf die Bewertung von KMU hat das IDW darüber hinaus den Praxishinweis 1/2014 „Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen“ veröffentlicht. Dieser Praxishinweis wurde auch durch die Bundessteuerberaterkammer mitentwickelt und gleichlautend herausgegeben.

Nicht selten ist jedoch in der Praxis der Mythos anzutreffen, dass der IDW S1 nur bei der Bewertung großer, börsennotierter Unternehmen anwendbar wäre, während er bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen zu überhöhten Werten führe. Dabei ist zu beachten, dass der IDW S1 kein starres Rechenschema vorgibt, sondern allgemein anerkannte Bewertungsgrundsätze zusammenfasst und den Bewerter verpflichtet, auf dieser Basis eigenverantwortlich eine sachgerechte Bewertungslösung für den jeweiligen Bewertungsfall zu finden. Dies erlaubt dem Bewerter, flexibel auf die Besonderheiten des Einzelfalls einzugehen und die inhaltliche Belastbarkeit der Bewertung sicherzustellen, während manche in der Praxis anzutreffende alternative Bewertungsansätze stark auf pauschalierende Vereinfachungen zulasten der ökonomischen Aussagefähigkeit setzen.

Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU)

(2/3)

Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse

Die Ableitung der bewertungsrelevanten künftigen finanziellen Überschüsse stellt einen wesentlichen Schwerpunkt der Bewertungsarbeiten dar. Basis ist dabei grundsätzlich eine integrierte Unternehmensplanung, welche durch den Bewerter zu plausibilisieren ist. Zum erforderlichen Umfang der Plausibilisierungshandlungen gibt der IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ Hilfestellung. Danach ist insbesondere auch auf die Beurteilung der Eignung der Planung für den jeweiligen Bewertungszweck und die Berücksichtigung von Erwartungswerten abzustellen. Neben einer Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds ist regelmäßig eine Vergangenheitsanalyse Bestandteil der Untersuchungshandlungen. Die Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse dient dabei ausdrücklich der Plausibilisierung der Unternehmensplanung, nicht jedoch der pauschalen Fortschreibung von Vergangenheitsdaten.

Da bei KMU für Bewertungszwecke geeignete Planungen häufig fehlen oder unzureichend dokumentiert sind, müssen diese oft durch den Bewerter gemeinsam mit dem Management abgeleitet werden.

Anpassungen sind im Rahmen der Planung zu berücksichtigen, falls die dem Unternehmen innewohnende Ertragskraft aufgrund einer besonderen Abhängigkeit von der Person des bisherigen Eigentümers (beispielsweise Kundenbeziehungen oder nicht übertragbares Knowhow) nicht oder nur partiell bzw. temporär übertragbar ist. Der IDW Praxishinweis 1/2014 empfiehlt in diesem Falle die Abschmelzung des künftigen Ertragspotenzials. Die entsprechenden Annahmen hinsichtlich Art und Umfang der Einschränkungen der Übertragbarkeit oder die jeweilige Abschmelzungsdauer sind unternehmensindividuell zu ermitteln und zu dokumentieren.

Sofern im Rahmen der Ertragsplanung für die Tätigkeit des Eigentümers im Unternehmen keine oder eine nicht marktgerechte Vergütung berücksichtigt wurde, ist für Bewertungszwecke ebenfalls eine entsprechende Anpassung vorzunehmen. Orientierung bieten dabei verschiedene Studien zur Vergütung nicht am Unternehmen beteiligter Geschäftsführer.

Der für Bewertungszwecke zugrunde gelegte Detailplanungszeitraum umfasst häufig ca. drei bis fünf Jahre. Es gibt diesbezüglich durch den IDW S1 jedoch keine feste Vorgabe, vielmehr hat der Bewerter zu untersuchen, ob das Unternehmen planerisch innerhalb des angesetzten Detailplanungszeitraums einen sog. „eingeschwungenen“ Zustand erreicht, oder ob einzelne Sachverhalte die Berücksichtigung eines längeren Planungszeitraums (ggf. auch einer Übergangsphase) erfordern.

Ein häufiger Irrtum ist die Annahme, dass der IDW S1 im Anschluss an die Detailplanungsphase grundsätzlich die Berücksichtigung einer ewigen Rente unter Annahme einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens erfordern würde. Teilweise wird auch die pauschale Auffassung vertreten, dass die Berücksichtigung einer ewigen Rente bei der Bewertung von KMU grundsätzlich abzulehnen wäre. Dies ist im Hinblick auf die Vielzahl unterschiedlichster Geschäftsmodelle und individueller Gegebenheiten von KMU eindeutig unzutreffend. Der Bewerter hat sich im Rahmen einer IDW S1-konformen Bewertung in jedem Einzelfall - unabhängig von der Unternehmensgröße - davon zu überzeugen, ob die Annahme einer unendlichen Lebensdauer und die Berücksichtigung einer ewigen Rente im Bewertungskalkül sachgerecht sind und diese dann auf Grundlage eigenständiger Analysen abzuleiten.

Vereinzelt wird die Tatsache kritisiert, dass bei Bewertungen nach IDW S1 unterschiedliche Bewerter zu unterschiedlichen Ergebnissen gelangen können. Dies liegt in der Natur der Unternehmensbewertung, da insbesondere bei der Prognose zukünftiger Ergebnisse zahlreiche Ermessensspielräume bestehen, innerhalb derer der Bewerter anhand seiner Kompetenz und Erfahrung sachgerechte Annahmen für den Einzelfall zu treffen hat. Die Vorgabe eines pauschalen Rechenschemas würde zwangsläufig die Möglichkeiten zur angemessenen Abbildung der individuellen Besonderheiten des Bewertungsobjekts und damit die Aussagefähigkeit einer Unternehmensbewertung einschränken.

Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU)

(3/3)

Kapitalkosten

Die Abbildung der besonderen Risikomerkmale von KMU sollte grundsätzlich im Zähler des Bewertungskalküls, also im Rahmen der in der Prognose der finanziellen Überschüsse erfolgen.

Die zur Abzinsung der geplanten finanzielle Überschüsse angewandten Kapitalkosten werden auch im Rahmen der KMU-Bewertungen nach den gleichen Grundsätzen wie bei der Bewertung größerer Unternehmen ermittelt. Dabei kommt in der Bewertungspraxis üblicherweise das Capital Asset Pricing Model (CAPM) bzw. Tax-CAPM zur Anwendung. Trotz gelegentlich vorgebrachter - teils berechtigter - Kritik am CAPM konnten sich bislang in der Praxis keine alternativen Methoden durchsetzen.

Zur Ermittlung des Betafaktors wird aufgrund der meist fehlenden Börsennotierung von KMU in der Regel auf eine Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) zurückgegriffen. Diese sollten ein mit dem Bewertungsobjekt im Wesentlichen vergleichbares Geschäftsmodell aufweisen. Hilfsweise bietet sich der Rückgriff auf Unternehmen an, deren Geschäftsmodell durch vergleichbare Risikofaktoren beeinflusst wird (insbesondere vor- oder nachgelagerte Wertschöpfungsstufen). Sofern sich das Risikoprofil des Bewertungsobjekts auf diese Weise nicht angemessen erfassen lässt, erlaubt der IDW PH 1/2014 auch begründete gutachterliche Anpassungen des unternehmensspezifischen Risikozuschlags. Zur Minderung des Bewertungsaufwands kann im Einzelfall auf Branchenbetas zurückgegriffen werden. Der pauschale Ansatz eines Betafaktors von 1,0 stellt demgegenüber eine zumeist nicht sachgerechte bzw. wenn überhaupt nur zufällig „richtige“ Lösung dar. Aufgrund der hohen Wertrelevanz des Betafaktors ist eine belastbare Schätzung durch den Bewerter zu bevorzugen.

Ebenfalls abzulehnen sind im Rahmen der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte sonstige pauschale Zu- oder Abschläge zu den Kapitalkosten, welche zumeist kapitalmarkttheoretisch nicht begründbar und schwer quantifizierbar sind. Hierunter fallen insbesondere sog. Size Premiums.

Vereinfachte Preisfindungsverfahren

Vereinfachte Preisfindungsverfahren kommen insbesondere in der Transaktionspraxis häufig in Form von Multiplikatorverfahren zur Anwendung. Dabei werden meist Umsatz- oder Ergebnisgrößen von Vergleichsunternehmen im Verhältnis zu Börsenkursen oder Transaktionspreisen betrachtet und entsprechende Multiplikatoren auf die Umsatz- oder Ergebnisgrößen des Bewertungsobjekts angewandt. Bei KMU-Transaktionen kommen häufig niedrigere Multiplikatoren zur Anwendung als bei größeren Unternehmen. Infolge der oft geringen Transparenz der Kaufpreisermittlung und der Rahmenbedingungen der Transaktion, der Verdichtung zahlreicher wertbestimmender Faktoren auf einen Multiplikator und der oft eingeschränkten Vergleichbarkeit der Peer Group Unternehmen können diese Verfahren jedoch meist nur grobe Anhaltspunkte für die Kaufpreisermittlung und einen Rahmen zur Plausibilisierung von nach dem Ertragswert- oder DCF-Verfahren ermittelten Werten geben, jedoch nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten.

Fazit

Auch die Bewertung von KMU ist nicht trivial und stellt an den Bewerter hohe Anforderungen. Der IDW S1 bietet dabei zusammen mit den ergänzenden Stellungnahmen des IDW einen geeigneten Rahmen, um mit größtmöglicher Flexibilität im individuellen Bewertungsfall eine sachgerechte Lösung herauszuarbeiten, welche unter Beachtung allgemein anerkannter Bewertungsgrundsätze sowie angemessener Vereinfachungen zur Reduktion von Komplexität und Bewertungsaufwand die KMU-typischen Besonderheiten abbildet. Auf diese Weise wird auch die Akzeptanz der Bewertung bei Gerichten, Finanzbehörden oder Banken bzw. die Eignung als hinreichend belastbare und aussagefähige Grundlage ökonomischer Entscheidungen gewährleistet.

Rechtsprechung: Urteil des FG Rheinland-Pfalz vom 07.12.2023 – Andere anerkannte Methoden bei steuerlichen Bewertungsanlässen

Finanzgericht Rheinland-Pfalz, Urteil vom 07.12.2023, 4 K 2006/20 (BeckRS 2023, 47818)

Amtlicher Leitsatz: Für die Bewertung eines im Wege der Schenkung übertragenen Anteils an einer Kommanditgesellschaft, die einen genossenschaftlich gebundenen Lebensmittelmarkt betreibt, kann – abweichend vom vereinfachten Ertragswertverfahren (vgl. § 199 Bewertungsgesetz – BewG) – nach § 11 Abs. 2 Satz 2 Alt. 3 BewG die Methode anzuwenden sein, die bei einem Kauf bzw. Verkauf am Markt für genossenschaftlich geprägte Lebensmittelmärkte für die Ermittlung des Kaufpreises maßgeblich wäre.

Das Urteil des FG Rheinland-Pfalz betrifft die Bewertung eines durch Schenkung übertragenen Anteils an einer Kommanditgesellschaft, die einen genossenschaftlich gebundenen Lebensmittelmarkt betreibt. Für die Bewertung des Anteils wurde ein Gutachten vorgelegt, welches die Werte auf Basis des Substanzwerts zuzüglich eines Firmenwerts festlegte. Die dabei angewandte Methode basierte auf einer Bewertungsrichtlinie der Genossenschaft, welche bei der Veräußerung von Märkten ihrer Mitglieder regelmäßig zur Kaufpreisermittlung zugrunde gelegt wird.

Diese Vorgehensweise wurde durch das Finanzamt nicht akzeptiert. Nach dessen Ansicht sei der Gutachtenwert weder nach den Regeln des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs zustande gekommen, noch beruhe er auf den Richtlinien einer unparteiischen Institution, wie etwa dem Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW). Aufgrund der spezifischen Vorgaben der Genossenschaft seien Käufer und Verkäufer nicht frei in ihrer Kaufpreisverhandlung. Die Vorgaben zur Preisermittlung würden für die Mitglieder eine nach § 9 Abs. 2 Satz 3 BewG unbeachtliche persönliche Verfügungsbeschränkung darstellen. Als Genossenschaft habe sich die Mehrheit der Mitglieder die Vorgaben selbst auferlegt und könne diese auch wieder aufheben. Jedoch habe die Genossenschaft offensichtlich ein Interesse an einer Unterbewertung des zu verkaufenden Marktes. Bei der angewandten Bewertungsrichtlinie handele es sich nicht um ein Verfahren, das den gemeinen Wert abbilde, sondern um eine im Interesse der Genossenschaft und ihrer Mitglieder liegende Kaufpreisvorgabe. Das Finanzamt nahm eine Bewertung der Anteile anhand des vereinfachten Ertragswertverfahrens nach §§199ff. BewG vor.

Das FG Rheinland-Pfalz folgte den Ausführungen des Finanzamts nicht und entschied, dass die Bewertung der Anteile auf Basis des vorgelegten Gutachtens anzuerkennen sei. Für die Bewertung der Anteile am Betriebsvermögen der KG gelten die Regelungen des § 11 Abs. 2 BewG entsprechend. Danach ist der gemeine Wert, wenn er sich nicht aus tatsächlichen Verkäufen unter fremden Dritten, die weniger als ein Jahr zurückliegen, ableiten lässt unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der Gesellschaft oder einer anderen anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke üblichen Methode zu ermitteln; dabei ist die Methode anzuwenden, die ein Erwerber der Bemessung des Kaufpreises zu Grunde legen würde. Legt der Steuerpflichtige ein Gutachten nach den Grundsätzen des § 11 Abs. 2 Sätze 1 und 2 BewG vor, können weder das Finanzamt noch das Finanzgericht ohne Weiteres dem vereinfachten Ertragswertverfahren den Vorrang einräumen; denn die Wertermittlung nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren stelle keine Auffangmethode dar.

§ 11 Abs. 2 BewG gibt keine abschließende Aufzählung bestimmter Verfahren für Zwecke der steuerlichen Unternehmensbewertung vor. Es werde nach dem Wortlaut ausdrücklich auf die Erwerbersicht abgestellt, d.h. also es sei die Methode anzuwenden, die ein Erwerber bei der Bemessung des Kaufpreises zugrunde legen würde. Die vorliegende Methode, die der streitgegenständlichen Wertermittlung zugrunde liegt, sei die, die ein gedachter Erwerber tatsächlich der Bestimmung seines Kaufpreises zugrunde legen würde bzw. müsste. Die Methode werde, wie in der mündlichen Verhandlung überzeugend erläutert wurde, zur Ermittlung der Verkaufspreise von Märkten der Mitglieder der Genossenschaft flächendeckend angewendet und faktisch auch durchgesetzt. Auf den so ermittelten (gedachten) Kaufpreis ist für die Bewertung des Unternehmensanteils vorliegend abzustellen; die Bewertungsmethode sei im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke üblich. Der vorliegend maßgebliche gewöhnliche Geschäftsverkehr sei der Handel unter fremden Dritten mit genossenschaftlich strukturierten Lebensmittelmärkten bzw. Anteilen hieran. Nach der Überzeugung des Senats bestehe für die relevanten Lebensmittelmärkte ein realer Markt zwischen Kaufleuten, der durch die genossenschaftliche Struktur in einer Weise beeinflusst wird, dass diese den Markt kennzeichnet. Ein Verkauf oder Kauf eines Lebensmittelmarktes könne damit außerhalb dieses Marktes nicht stattfinden.

Kapitalmarktdaten

Allgemeines

Basiszins

Marktrisikoprämien

Branchenbetas

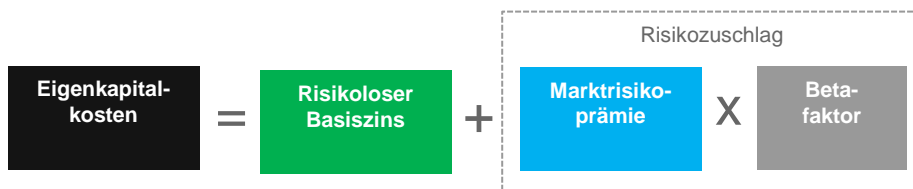
Branchenmultiples

Kapitalkosten: Allgemeines

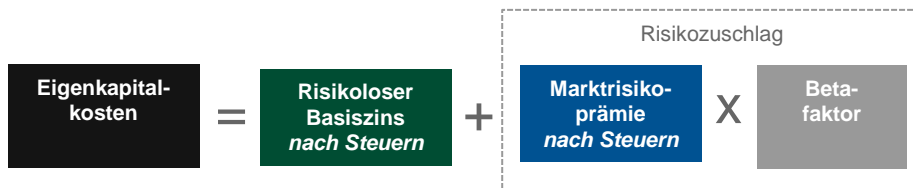
Allgemeines

Der Unternehmenswert ergibt sich unter Anwendung des Ertragswertverfahrens oder des Discounted Cashflow (DCF)-Verfahrens grundsätzlich durch die Abzinsung der erwarteten künftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner auf den Bewertungsstichtag.

In der Bewertungspraxis werden in Übereinstimmung mit dem IDW S1 Standard die zur Abzinsung erforderlichen Kapitalkosten in der Regel unter Anwendung des Capital Asset Pricing Model (**CAPM**) aus Kapitalmarktrenditen bestimmt. Nach diesem setzen sich die Eigenkapitalkosten aus einer risikolosen Komponente (Basiszins) und einem Risikozuschlag für die Übernahme unternehmerischer Risiken durch die Anteilseigner zusammen. Der Risikozuschlag ergibt sich aus der Multiplikation einer Marktrisikoprämie mit dem unternehmensindividuellen Betafaktor.



In seiner Grundform berücksichtigt das CAPM keine persönlichen Ertragsteuern auf der Ebene der Anteilseigner. Das sog. **Tax-CAPM** ergänzt das Modell um die explizite Berücksichtigung der Wirkung persönlicher Ertragsteuern, indem der risikolose Basiszins nach Ertragsteuer und die Marktrisikoprämie nach Ertragsteuer angesetzt wird.



Auf den folgenden Seiten stellen wir jeweils die aktuellen wesentlichen Parameter zur Schätzung der Eigenkapitalkosten zum Stichtag 30. Juni 2024 dar:

- Risikoloser Basiszins
- Vergangenheits- und zukunftsorientierte Marktrisikoprämien
- Branchenbetas

Darüber hinaus haben wir aktuelle Branchenmultiples (Enterprise Value/Umsatz, EBITDA bzw. EBIT) ermittelt.

Bitte beachten Sie, dass im Rahmen einer Unternehmensbewertung die Kapitalkosten unter Berücksichtigung von Bewertungszweck und -anlass stichtagsbezogen und unternehmensindividuell ausgehend von den konkreten operativen und finanziellen Risiken des Bewertungsobjekts ermittelt werden sollten.

Gerne unterstützen wir Sie im Rahmen von Bewertungsprojekten bei der sachgerechten Ermittlung einer Peer Group sowie der Ableitung und Dokumentation der Kapitalkosten bzw. bei der Herleitung von Multiplikatoren für den konkreten Bewertungssachverhalt.

Ansprechpartner: Marc Lange

Marc.Lange@Moore-BRL.de

Kapitalkosten: Basiszins

Grundlagen

Der risikolose Basiszins repräsentiert die Rendite einer quasi-risikofreien Kapitalanlage.

Für die Ermittlung des risikolosen Basiszinssatzes haben wir, wie vom IDW empfohlen, auf eine Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zurückgegriffen. Aus dieser lässt sich der Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten, wie er für Zerobonds ohne Ausfallrisiko gelten würde, ableiten.

Die Ableitung solcher Zerobond-Zinssätze erfolgte im Rückgriff auf die von der Deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode unter Anwendung täglich veröffentlichter Schätzparameter. Die Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann hierbei über eine Durchschnittsbildung ermittelter Zerobond-Zinssätze für die jeweiligen Laufzeiten über einen Zeitraum von drei Monaten vor dem jeweiligen Bewertungsstichtag erfolgen. Für eine gegebene Struktur finanzieller Überschüsse kann aus den ermittelten durchschnittlichen Zerobond-Zinssätzen ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden. Dabei haben wir entsprechend der Empfehlungen des IDW eine Wachstumsrate von 0 % angenommen.

Ermittlung des risikolosen Basiszinssatzes zum Stichtag

Unter Verwendung der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für die Monate April bis Juni 2024 haben wir einen einheitlichen Basiszins in Höhe von 2,59 % ermittelt.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler empfiehlt das IDW die Rundung auf volle 1/4-Prozentpunkte (bzw. bei Zinssätzen unter 1,0 % auf volle 1/10 Prozentpunkte). Zum Stichtag 30. Juni 2024 ergibt sich ein gerundeter Basiszins in Höhe von 2,50 %.

Bei Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in Form der Abgeltungsteuer ergibt sich ein risikoloser Basiszins nach Steuern in Höhe von 1,84 %.

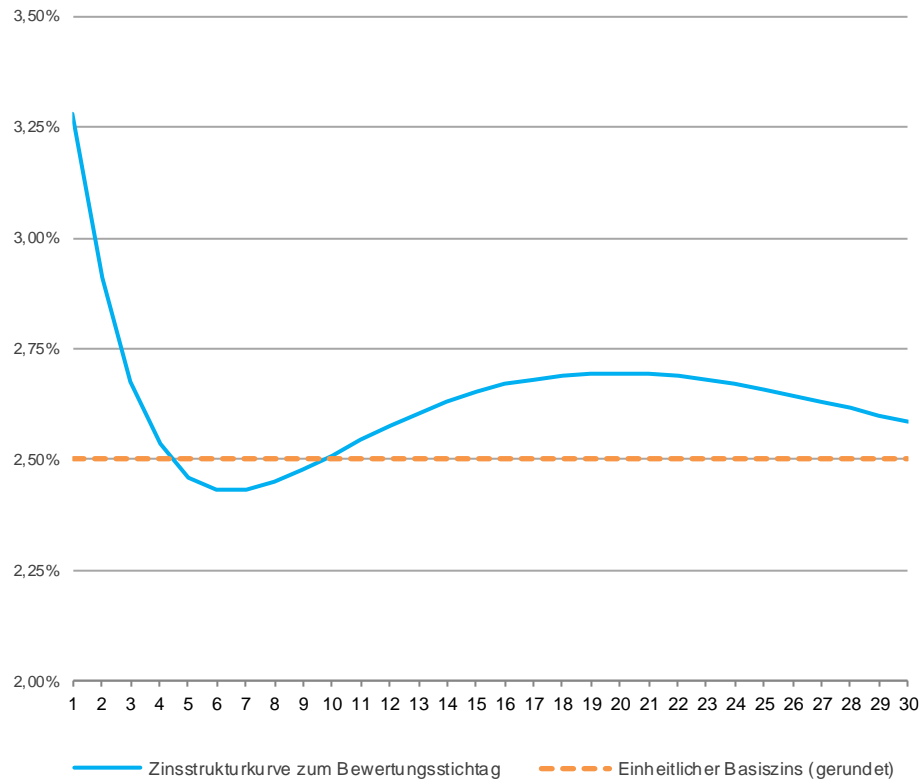
| Risikoloser Basiszins (vor persönlichen Steuern) | | |
|--|--------------|------------------------------|
| Stichtag | ungerundet | gerundet nach IDW-Empfehlung |
| 30.06.2024 | 2,59% | 2,50% |
| 31.03.2024 | 2,45% | 2,50% |
| 31.12.2023 | 2,72% | 2,75% |
| 30.09.2023 | 2,62% | 2,50% |
| 30.06.2023 | 2,45% | 2,50% |

Auf der folgenden Seite stellen wir die Zinsstrukturkurve zum Stichtag 30. Juni 2024 sowie die Entwicklung des Basiszinssatzes über die letzten 10 Jahre dar (jeweils zum Monatsende, vor persönlichen Steuern und gerundet nach IDW-Empfehlung).

Kapitalkosten: Basiszins

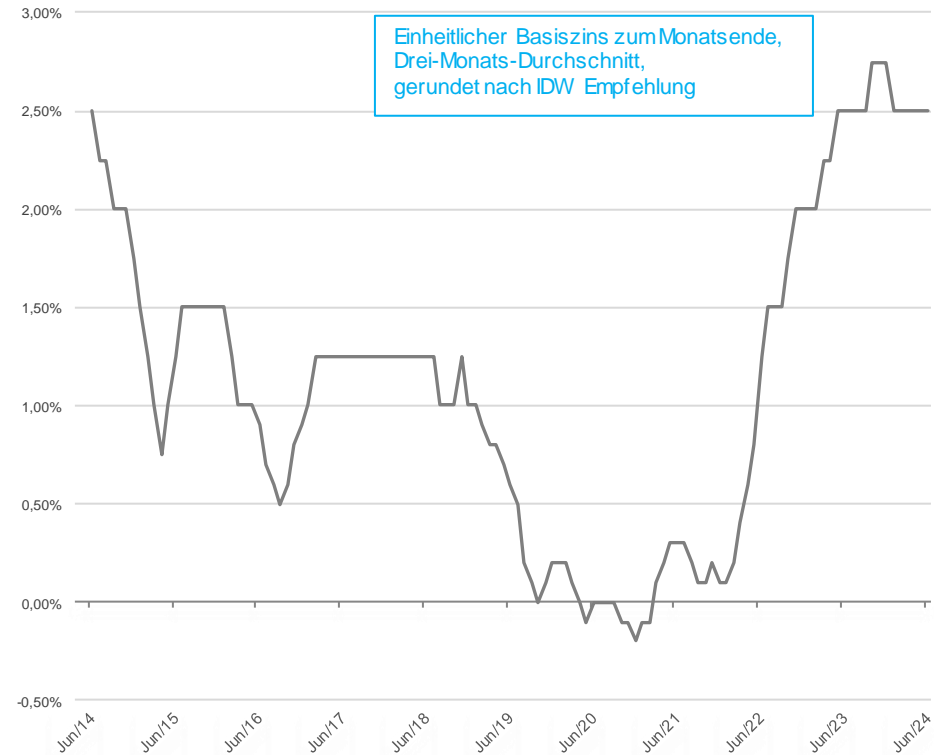
Zinsstrukturkurve

Zinsstrukturkurve zum Stichtag 30.06.2024 für Restlaufzeiten bis 30 Jahre



Basiszins im Zeitverlauf (10 Jahre)

Entwicklung des Basiszinssatzes im Zeitverlauf



Kapitalkosten: Marktrisikoprämien

Grundlagen

Im CAPM ergibt sich die Marktrisikoprämie residual als **Differenz aus der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Basiszinssatz**. Sie repräsentiert die Überrendite, welche ein Investor gegenüber der Anlage in risikolose Wertpapiere für die Übernahme unternehmerischer Risiken durch das Investment in ein möglichst breit gestreutes Portfolio erwartet.

Üblicherweise werden Marktrisikoprämien aus Aktienmarktrenditen abgeleitet. Dabei kann die Ermittlung grundsätzlich vergangenheitsorientiert aus historisch beobachteten Renditen oder zukunftsorientiert aus impliziten Marktrenditen anhand von Aktienkursen und Analystenschätzungen erfolgen.

Beide Ansätze weisen jeweils ihre Vor- und Nachteile sowie wesentliche Ermessensspielräume bei der Ermittlung auf. Es ist daher zu empfehlen, beide Methoden bei der Festlegung der Marktrisikoprämie zu berücksichtigen.

FAUB-Empfehlung

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat zuletzt in seiner 136. Sitzung am 22. Oktober 2019 eine Kapitalkostenempfehlung verabschiedet, welche den Ansatz einer Marktrisikoprämie innerhalb einer Bandbreite von 6,00 % bis 8,00 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,00 % bis 6,50 % nach persönlichen Steuern empfiehlt.

Zuvor lag die empfohlene Bandbreite seit September 2012 bei 5,50 % bis 7,00 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,00 % bis 6,00 % nach persönlichen Steuern.

Aktuelle FAUB Empfehlung zur Marktrisikoprämie

| | empfohlene Bandbreite | |
|-------------------------------------|-----------------------|--------------|
| | von | bis |
| MRP vor persönlichen Ertragsteuern | 6,00% | 8,00% |
| MRP nach persönlichen Ertragsteuern | 5,00% | 6,50% |

Der FAUB beobachtet kontinuierlich die Entwicklungen an den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Kapitalkostenempfehlungen anzupassen sind.

Der Bewerter ist angehalten, anhand eigener Analysen einen konkreten Wert festzulegen und zu begründen (IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. A Tz. 395).

Kapitalkosten: Marktrisikoprämien

Vergangenheitsorientierte Ermittlung

Zur vergangenheitsorientierten Ermittlung der Marktrisikoprämie (MRP) werden historische Renditen von Aktienmärkten untersucht unter der Annahme, dass Kapitalmarktanleger auch in der Zukunft vergleichbare Renditen erwarten.

Die Ableitung der Marktrisikoprämie kann dabei anhand des Total-Market-Return (TMR)-Ansatzes erfolgen. Nach diesem Ansatz wird ein Mittelwert der historisch beobachteten Gesamtrenditen gebildet, von welchem dann der Basiszins zum Betrachtungsstichtag abgezogen wird. Alternativ können im Untersuchungszeitraum die beobachteten Gesamtrenditen um die historischen Basiszinssätze gekürzt und anschließend ein Mittelwert der beobachteten Marktrisikoprämien abgeleitet werden (historischer Ansatz).

Vergangenheitsorientierte Marktrisikoprämien sind grundsätzlich stark abhängig vom untersuchten Aktienindex und Betrachtungszeitraum sowie der Art der Mittelwertbildung (arithmetisch vs. geometrisch) und können abhängig von den gewählten Parametern zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen. Außerdem können vergangenheitsbezogene Renditen vor dem Hintergrund sich ändernder ökonomischer Rahmenbedingungen nicht immer ohne Weiteres in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Wir haben unter Anwendung des TMR-Ansatzes für unsere Untersuchungen die jährlichen Gesamtrenditen des DAX, des CDAX sowie des MSCI World Index (jeweils Total Return und in Euro) über 30 Jahre bis zum jeweiligen Stichtag auf monatlicher Basis ermittelt und auf einen arithmetischen Mittelwert verdichtet (Gesamtrendite p.a.). Im nächsten Schritt haben wir den risikolosen Basiszins zum jeweiligen Stichtag zum Abzug gebracht und somit die Marktrisikoprämie vor Steuern ermittelt.

Die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern wurde abgeleitet aus der ermittelten Marktrisikoprämie vor Steuern unter der Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 % und einer Besteuerung der Dividendenrenditen in Höhe der Abgeltungsteuer bzw. der Kursrenditen in Höhe der Hälfte der Abgeltungsteuer.

Stichtag 30. Juni 2024

| Index | Gesamtrendite p.a. | Basiszins zum 30.06.2024 | MRP vor St. 30.06.2024 | MRP nach St. 30.06.2024 |
|------------|-----------------------|-----------------------------|---------------------------|----------------------------|
| DAX | 9,68% | 2,50% | 7,18% | 5,92% |
| CDAX | 9,13% | 2,50% | 6,63% | 5,48% |
| MSCI World | 9,48% | 2,50% | 6,98% | 5,76% |

Stichtag 31. März 2024

| Index | Gesamtrendite p.a. | Basiszins zum 31.03.2024 | MRP vor St. 31.03.2024 | MRP nach St. 31.03.2024 |
|------------|-----------------------|-----------------------------|---------------------------|----------------------------|
| DAX | 9,75% | 2,50% | 7,25% | 5,98% |
| CDAX | 9,20% | 2,50% | 6,70% | 5,54% |
| MSCI World | 9,43% | 2,50% | 6,93% | 5,72% |

Stichtag 31. Dezember 2023

| Index | Gesamtrendite p.a. | Basiszins zum 31.12.2023 | MRP vor St. 31.12.2023 | MRP nach St. 31.12.2023 |
|------------|-----------------------|-----------------------------|---------------------------|----------------------------|
| DAX | 9,88% | 2,75% | 7,13% | 6,09% |
| CDAX | 9,20% | 2,75% | 6,45% | 5,54% |
| MSCI World | 9,38% | 2,75% | 6,63% | 5,68% |

Stichtag 30. September 2023

| Index | Gesamtrendite p.a. | Basiszins zum 30.09.2023 | MRP vor St. 30.09.2023 | MRP nach St. 30.09.2023 |
|------------|-----------------------|-----------------------------|---------------------------|----------------------------|
| DAX | 10,11% | 2,50% | 7,61% | 6,27% |
| CDAX | 9,18% | 2,50% | 6,68% | 5,52% |
| MSCI World | 9,44% | 2,50% | 6,94% | 5,73% |

Kapitalkosten: Marktrisikoprämien

Zukunftsorientierte Ermittlung

Die zukunftsorientierte Ermittlung von Marktrisikoprämien basiert in der Regel auf der Ableitung impliziter Marktrisikoprämien aus beobachtbaren Aktienkursen und entsprechenden Analystenschätzungen der erwarteten künftigen Ergebnisse unter Anwendung von Ertragswert-, DCF- oder Residualgewinnmodellen. Dazu werden die Bewertungsgleichungen bei gegebenen Aktienkursen und Ergebnisschätzungen nach den Kapitalkosten umgestellt und die Marktrisikoprämie durch Iteration ermittelt.

Gegenüber der vergangenheitsorientierten Ermittlung bieten implizite Marktrisikoprämien den Vorteil, dass sie auf aktuellen Marktbeobachtungen basieren.

Verschiedene Modelle zur Ableitung impliziter Marktrisikoprämien können abhängig vom untersuchten Aktienindex bzw. den eingezogenen Unternehmen sowie den angewandten Modellparametern zu deutlich abweichenden Ergebnissen führen. Teilweise wird auch kritisiert, dass Analystenschätzungen tendenziell zu optimistisch ausfallen, was zu einer Verzerrung der ermittelten Marktrisikoprämien führen kann.

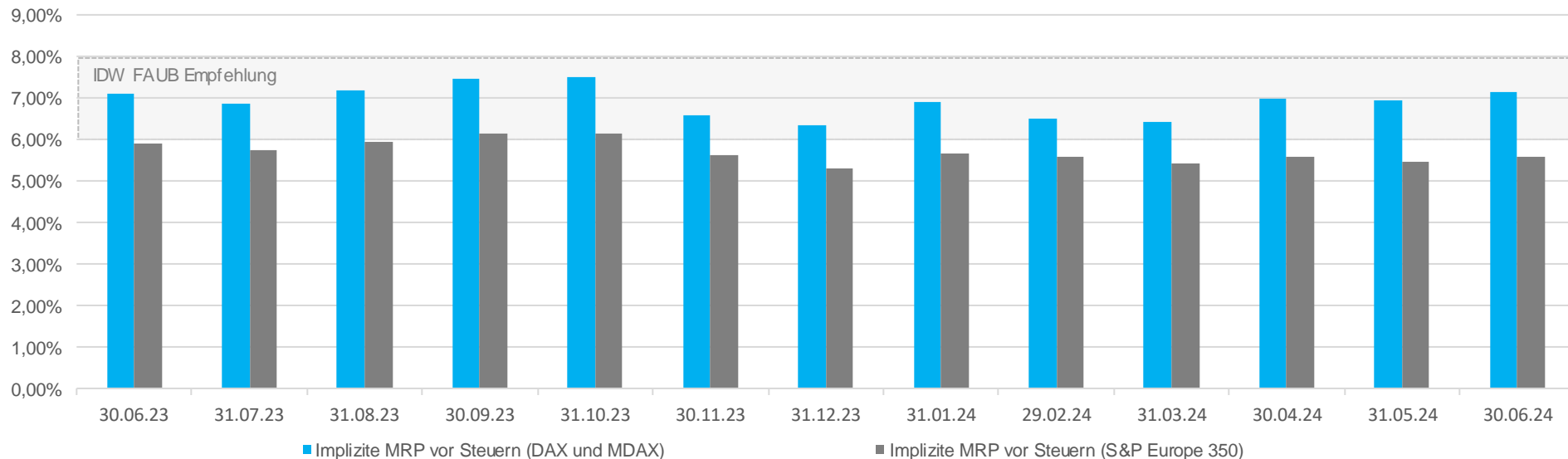
Die auf der folgenden Seite dargestellten Analysen impliziter Marktrisikoprämien für zwölf Monate bis zum Stichtag **30. Juni 2024** beruht auf folgenden wesentlichen Parametern:

- Wir haben anhand von Daten von S&P Capital IQ Konsensschätzungen für die erwarteten Jahresergebnisse der im DAX und MDAX sowie im S&P Europe 350 gelisteten Unternehmen für einen Prognosezeitraum von drei Jahren ermittelt und aggregiert.
- Anhand eines Ertragswertmodells haben wir dann ausgehend von der aktuellen Marktkapitalisierung zum jeweiligen Betrachtungsstichtag die impliziten Marktrisikoprämien iterativ ermittelt.
- Dabei wurde in der Phase der ewigen Rente die Prognose für das dritte Jahr unter Annahme einer Wachstumsrate von 1,0 % sowie einer Wachstums-thesaurierung als ewige Rente fortgeschrieben.
- Der Basiszins wurde entsprechend der IDW-Empfehlungen zum jeweiligen Stichtag festgelegt. Als Betafaktor wurde ein Beta von 1,0 für den Gesamtmarkt angesetzt.
- Die impliziten Marktrisikoprämien nach persönlichen Steuern wurden abgeleitet aus den ermittelten impliziten Marktrisikoprämien vor Steuern unter der Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 % und einer Besteuerung der Dividendenrenditen in Höhe der Abgeltungsteuer bzw. der Kursrenditen in Höhe der Hälfte der Abgeltungsteuer.

Kapitalkosten: Marktrisikoprämien

Zukunftsorientierte Ermittlung

Implizite Marktrisikoprämien



| DAX und MDAX | | 30.06.23 | 31.07.23 | 31.08.23 | 30.09.23 | 31.10.23 | 30.11.23 | 31.12.23 | 31.01.24 | 29.02.24 | 31.03.24 | 30.04.24 | 31.05.24 | 30.06.24 |
|----------------------------------|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gesamtrendite | | 9,60% | 9,38% | 9,68% | 9,98% | 10,26% | 9,34% | 9,09% | 9,40% | 8,99% | 8,95% | 9,47% | 9,43% | 9,64% |
| Risikoloser Basiszins vor St. | | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,75% | 2,75% | 2,75% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% |
| Implizite MRP vor Steuern | | 7,10% | 6,88% | 7,18% | 7,48% | 7,51% | 6,59% | 6,34% | 6,90% | 6,49% | 6,45% | 6,97% | 6,93% | 7,14% |
| Implizite MRP nach Steuern | | 5,86% | 5,68% | 5,93% | 6,17% | 6,20% | 5,47% | 5,27% | 5,70% | 5,37% | 5,34% | 5,76% | 5,73% | 5,89% |

| S&P Europe 350 | | 30.06.23 | 31.07.23 | 31.08.23 | 30.09.23 | 31.10.23 | 30.11.23 | 31.12.23 | 31.01.24 | 29.02.24 | 31.03.24 | 30.04.24 | 31.05.24 | 30.06.24 |
|----------------------------------|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gesamtrendite | | 8,40% | 8,25% | 8,45% | 8,65% | 8,90% | 8,37% | 8,07% | 8,16% | 8,08% | 7,91% | 8,10% | 7,97% | 8,11% |
| Risikoloser Basiszins vor St. | | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,75% | 2,75% | 2,75% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% |
| Implizite MRP vor Steuern | | 5,90% | 5,75% | 5,95% | 6,15% | 6,15% | 5,62% | 5,32% | 5,66% | 5,58% | 5,41% | 5,60% | 5,47% | 5,61% |
| Implizite MRP nach Steuern | | 4,90% | 4,77% | 4,94% | 5,10% | 5,11% | 4,69% | 4,45% | 4,70% | 4,64% | 4,51% | 4,65% | 4,55% | 4,66% |

Kapitalkosten: Branchenbetas

Grundlagen

Die Risikoprämie im CAPM ergibt sich aus der Multiplikation der allgemeinen Marktrisikoprämie mit dem unternehmensindividuellen Betafaktor.

Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor größer eins bedeutet, dass der Börsenkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass der Börsenkurs sich im Durchschnitt unterproportional verändert.

Der unternehmensindividuelle Betafaktor ergibt sich als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex.

Branchenbetas können genutzt werden, um eine erste Einschätzung der Kapitalkosten für eine Unternehmensbewertung zu gewinnen. Im Rahmen der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte nach IDW S1 sollte jedoch eine detaillierte unternehmensindividuelle Ermittlung des Betafaktors unter Berücksichtigung von Bewertungszweck und -anlass, Bewertungsstichtag, individuellem Geschäftsmodell, Finanzstrukturrisiken etc. auf Basis einer sachgerecht abgeleiteten Vergleichsgruppe (Peer Group) - sofern das Bewertungsobjekt selbst nicht börsennotiert ist bzw. die eigenen Betafaktoren nicht belastbar sind - erfolgen.

Vorgehensweise

Der Ermittlung der auf der folgenden Seite dargestellten Branchenbetas zum Stichtag **30. Juni 2024** liegen die folgenden wesentlichen Parameter zugrunde:

- Ermittelt wurden Betafaktoren für die einzelnen Sektoren des S&P Europe BMI (Broad Market Index) durch die Regression der jeweiligen Subindizes gegen den S&P Europe BMI über zwei Jahre bei wöchentlichen Intervallen.
- Grundlage unserer Analysen waren Rohdaten von S&P Capital IQ.
- Die verschuldeten Betafaktoren stellen sog. „Raw Betas“ dar. In der Bewertungspraxis wird teilweise eine Anpassung unter der Annahme vorgenommen, dass das künftig zu beobachtende unternehmensindividuelle Risiko sich abweichend von den historischen Daten langfristig in Richtung des Marktdurchschnitts (Beta von 1,0) bewegt (sog. Adjusted Beta). Jedoch hat sich hierzu bislang weder in der Literatur noch in der Bewertungspraxis eine herrschende Meinung gebildet.
- Die Verschuldungsgrade wurden für alle in den jeweiligen Subindizes enthaltenen Unternehmen aus den Nettofinanzverbindlichkeiten auf Basis der zuletzt veröffentlichten Bilanzinformationen sowie der Marktkapitalisierung zum Betrachtungsstichtag abgeleitet.
- Das Unlevering zur Ermittlung der unverschuldeten Betafaktoren erfolgte unter der Annahme unsicherer Tax Shields und ohne Berücksichtigung eines Fremdkapitalbetas.
- Für die dargestellten branchenspezifischen Eigenkapitalkosten wurde eine Marktrisikoprämie vor Steuern von 7,00 % bzw. nach Steuern von 5,75 % angesetzt. Dies entspricht jeweils dem Mittelwert der aktuellen FAUB-Empfehlung.

Kapitalkosten: Branchenbetas

Befaktoren zum Stichtag 30.06.2024

| Sektor | Unt. | Beta - verschuldet | Verschuldungsgrad | Beta - unverschuldet | EK-Kosten vor St. | EK-Kosten nach St. |
|--|------|--------------------|-------------------|----------------------|-------------------|--------------------|
| Automobiles and Components | 37 | 1,21 | 89,9% | 0,64 | 11,0% | 8,8% |
| Banks | 56 | 1,04 | - | - | 9,8% | 7,8% |
| Capital Goods | 250 | 1,27 | 17,0% | 1,09 | 11,4% | 9,2% |
| Commercial and Professional Services | 51 | 0,92 | 20,5% | 0,76 | 8,9% | 7,1% |
| Consumer Discretionary Distribution and Retail | 54 | 1,42 | 11,3% | 1,28 | 12,4% | 10,0% |
| Consumer Durables and Apparel | 61 | 1,41 | 7,7% | 1,31 | 12,4% | 10,0% |
| Consumer Services | 49 | 1,06 | 37,1% | 0,77 | 9,9% | 7,9% |
| Consumer Staples Distribution and Retail | 19 | 0,97 | 55,7% | 0,62 | 9,3% | 7,4% |
| Energy | 72 | 0,66 | 19,7% | 0,55 | 7,1% | 5,6% |
| Equity Real Estate Investment Trusts (REITs) | 60 | 1,42 | 91,5% | 0,74 | 12,4% | 10,0% |
| Financial Services | 97 | 1,33 | - | - | 11,8% | 9,5% |
| Food, Beverage and Tobacco | 58 | 0,52 | 32,6% | 0,40 | 6,2% | 4,9% |
| Health Care Equipment and Services | 56 | 1,05 | 21,4% | 0,86 | 9,8% | 7,9% |
| Household and Personal Products | 15 | 0,58 | 9,8% | 0,53 | 6,5% | 5,2% |
| Insurance | 45 | 0,91 | - | - | 8,9% | 7,1% |
| Materials | 111 | 1,23 | 18,9% | 1,04 | 11,1% | 8,9% |
| Media and Entertainment | 55 | 1,06 | 13,8% | 0,93 | 9,9% | 7,9% |
| Pharmaceuticals, Biotechnology and Life Sciences | 106 | 0,61 | 7,9% | 0,56 | 6,8% | 5,3% |
| Real Estate Management and Development | 50 | 1,01 | 129,1% | 0,44 | 9,6% | 7,7% |
| Semiconductors and Semiconductor Equipment | 23 | 1,62 | -0,2% | 1,62 | 13,8% | 11,1% |
| Software and Services | 66 | 1,15 | 2,1% | 1,12 | 10,5% | 8,4% |
| Technology Hardware and Equipment | 46 | 1,28 | 1,6% | 1,26 | 11,4% | 9,2% |
| Telecommunication Services | 26 | 0,69 | 113,8% | 0,32 | 7,3% | 5,8% |
| Transportation | 48 | 1,13 | 40,5% | 0,80 | 10,4% | 8,3% |
| Utilities | 55 | 0,84 | 70,7% | 0,49 | 8,4% | 6,7% |

Quelle: S&P Capital IQ / Eigene Analysen

Branchenmultiples

Grundlagen

In der Transaktionspraxis werden Multiplikatorverfahren häufig zur einfachen Bestimmung von Kaufpreisen genutzt (sog. vereinfachte Preisfindungsverfahren). Nach IDW S1 können sie zur Plausibilisierung von nach dem Ertragswert- oder DCF-Verfahren ermittelten Unternehmenswerten herangezogen werden, sie können jedoch eine Unternehmensbewertung nicht ersetzen.

Der Unternehmenswert ergibt sich nach dem Multiplikatorverfahren aus der Multiplikation einer Bezugsgröße mit dem bewertungsrelevanten Multiplikator. In Abhängigkeit von der gewählten Bezugsgröße wird zwischen Equity-Multiplikatoren, die eine unmittelbare Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals gestatten, und Entity-Multiplikatoren, die einen Unternehmensgesamtwert (sog. Enterprise Value) ermitteln, unterschieden. In der Bewertungspraxis werden dabei insbesondere Total Enterprise Value (TEV) zu Umsatz, TEV zu EBITDA und TEV zu EBIT Multiplikatoren angewandt. Die auf dem Enterprise Value basierenden Multiplikatoren weisen den Vorteil auf, dass ggf. bestehende Unterschiede der steuerlichen Situation, der Finanzierungsstruktur und des Investitionsverhaltens eliminiert werden. Zur Ermittlung des Equity Value sind die Nettofinanzverbindlichkeiten des Bewertungsobjekts zum Bewertungsstichtag vom ermittelten Enterprise Value abzuziehen.

Die entsprechenden Multiplikatoren können kapitalmarktorientiert aus den Aktienkursen börsennotierter Vergleichsunternehmen (Trading Multiples) oder aus Transaktionspreisen sonstiger vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden (Transaction Multiples). Sie können jeweils vergangenheitsbezogen (Trailing Multiples) oder zukunftsbezogen (Forward Multiples) ermittelt werden.

Für eine aussagefähige Multiplikatorbewertung ist insbesondere darauf zu achten, dass die börsennotierten Vergleichsunternehmen bzw. Vergleichstransaktionen mit dem Bewertungsobjekt hinreichend vergleichbar sind und dass die zugrundeliegenden Erfolgsgrößen über konsistente Betrachtungsperioden für Bewertungsobjekt und Vergleichsunternehmen angesetzt werden.

Vorgehensweise

Der Ermittlung der auf der folgenden Seite dargestellten Branchenmultiples zum Stichtag **30. Juni 2024** liegen die folgenden wesentlichen Parameter zugrunde:

- Wir haben für die Unternehmen des S&P Europe Broad Market Index (BMI) jeweils Trading Multiples in Form von TEV-Multiples auf Basis der Umsätze sowie des EBITDA und des EBIT der letzten zwölf Monate (LTM) zum Betrachtungsstichtag abgeleitet.
- Grundlage unserer Analysen waren Rohdaten von S&P Capital IQ.
- Die Multiples wurden auf Ebene der einzelnen Sektoren bzw. Subindizes des S&P Europe BMI zusammengefasst in Form ihrer 25 %, 50 % (Median) bzw. 75 % Quantile.
- Für die Bereiche Banken, Finanzdienstleistungen und Versicherungen haben auf die Darstellung der Multiples verzichtet, da aufgrund des operativen Charakters der Nettofinanzverbindlichkeiten in diesen Geschäftsfeldern auf dem Enterprise Value basierende Multiplikatoren in der Regel nur eine beschränkte Aussagekraft haben.

Branchenmultiples

Trading Multiples zum Stichtag 30.06.2024

| Sektor | Unt. | TEV/Umsatz | | | TEV/EBITDA | | | TEV/EBIT | | |
|--|------|------------|---------------|--------|------------|---------------|--------|----------|---------------|--------|
| | | 25% | 50% | 75% | 25% | 50% | 75% | 25% | 50% | 75% |
| Automobiles and Components | 37 | 0,40x | 0,64x | 1,08x | 4,73x | 5,81x | 7,91x | 7,85x | 9,13x | 13,02x |
| Banks | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Capital Goods | 254 | 0,68x | 1,26x | 2,35x | 7,74x | 11,24x | 16,41x | 11,01x | 15,02x | 22,47x |
| Commercial and Professional Services | 51 | 0,56x | 1,06x | 2,32x | 7,17x | 9,33x | 12,57x | 9,71x | 11,62x | 16,10x |
| Consumer Discretionary Distribution and Retail | 54 | 0,53x | 0,91x | 1,44x | 8,36x | 10,70x | 13,54x | 10,90x | 13,66x | 17,67x |
| Consumer Durables and Apparel | 61 | 0,93x | 1,45x | 2,23x | 8,23x | 11,06x | 18,04x | 9,69x | 12,97x | 20,09x |
| Consumer Services | 49 | 1,12x | 2,09x | 2,97x | 9,26x | 11,67x | 14,16x | 12,32x | 15,39x | 19,70x |
| Consumer Staples Distribution and Retail | 19 | 0,31x | 0,46x | 0,71x | 6,77x | 8,11x | 12,44x | 10,86x | 11,72x | 16,25x |
| Energy | 72 | 0,79x | 1,84x | 3,00x | 3,51x | 5,84x | 8,04x | 5,26x | 8,61x | 11,97x |
| Equity Real Estate Investment Trusts (REITs) | 60 | 10,48x | 12,11x | 15,33x | 17,45x | 18,92x | 24,08x | 16,31x | 18,90x | 25,01x |
| Financial Services | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Food, Beverage and Tobacco | 58 | 0,94x | 1,48x | 2,28x | 7,99x | 10,31x | 13,42x | 11,94x | 14,33x | 17,32x |
| Health Care Equipment and Services | 56 | 1,34x | 2,66x | 5,00x | 11,95x | 16,60x | 24,91x | 15,68x | 24,62x | 33,84x |
| Household and Personal Products | 15 | 1,56x | 2,60x | 3,51x | 10,91x | 14,46x | 17,90x | 13,42x | 18,12x | 22,35x |
| Insurance | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Materials | 111 | 0,77x | 1,22x | 1,97x | 6,27x | 8,77x | 11,85x | 8,68x | 13,50x | 21,11x |
| Media and Entertainment | 55 | 0,93x | 1,62x | 3,46x | 5,86x | 9,94x | 15,15x | 9,64x | 14,16x | 21,51x |
| Pharmaceuticals, Biotechnology and Life Sciences | 105 | 2,72x | 5,32x | 15,11x | 12,21x | 18,95x | 26,09x | 16,27x | 25,88x | 40,74x |
| Real Estate Management and Development | 50 | 10,11x | 12,04x | 15,49x | 18,35x | 21,48x | 27,16x | 18,77x | 24,30x | 28,65x |
| Semiconductors and Semiconductor Equipment | 24 | 1,81x | 3,16x | 4,87x | 7,61x | 10,45x | 38,10x | 9,41x | 16,14x | 41,63x |
| Software and Services | 66 | 0,89x | 1,85x | 3,76x | 10,61x | 15,64x | 24,04x | 13,92x | 20,92x | 34,85x |
| Technology Hardware and Equipment | 46 | 0,88x | 1,85x | 4,09x | 9,66x | 15,56x | 22,30x | 13,27x | 22,63x | 30,75x |
| Telecommunication Services | 26 | 1,68x | 2,38x | 3,65x | 5,64x | 8,31x | 9,74x | 11,12x | 14,13x | 19,97x |
| Transportation | 48 | 0,52x | 1,38x | 2,37x | 5,20x | 7,60x | 10,45x | 7,50x | 11,28x | 17,06x |
| Utilities | 55 | 1,05x | 3,04x | 6,74x | 7,93x | 10,07x | 12,38x | 12,80x | 15,59x | 22,86x |

Quelle: S&P Capital IQ / Eigene Analysen

Volkswirtschaftliche Daten

Einleitung

BIP-Wachstum und Inflation

LKW-Maut-Fahrleistungsindex

Ölpreis und Wechselkurs EUR/USD

DAX und VDAX-NEW

Einleitung

Allgemeines

Auf den folgenden Seiten stellen wir die aktuelle Entwicklung ausgewählter volkswirtschaftlicher Daten zusammengefasst dar. Soweit nicht anders angegeben, bilden diese den Stand zum 30. Juni 2024 ab.

BIP-Wachstum

Abgebildet ist das prognostizierte Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (reale Veränderung zum Vorjahr in Prozent) für Deutschland, die EU und weltweit.

Die zugrundeliegenden Daten stammen aus der halbjährlich aktualisierten World Economic Outlook Database des Internationalen Währungsfonds (Stand April 2024).

Inflation

Abgebildet ist die erwartete jährliche Veränderung des Verbraucherpreisindex jeweils für Deutschland, die EU und weltweit.

Die zugrundeliegenden Daten stammen aus der halbjährlich aktualisierten World Economic Outlook Database des Internationalen Währungsfonds (Stand April 2024).

LKW-Maut-Fahrleistungsindex

Die LKW-Fahrleistung auf Autobahnen gibt frühe Hinweise zur aktuellen Konjunktorentwicklung in der Industrie. Aufgrund des deutlichen Zusammenhangs zwischen dem LKW-Maut-Fahrleistungsindex und Indizes zur wirtschaftlichen Aktivität, insbesondere dem Produktionsindex im verarbeitenden Gewerbe, liefert der LKW-Maut-Fahrleistungsindex eine grobe Annäherung an die Entwicklung der Industrieproduktion. Da er etwa einen Monat früher verfügbar ist als der Produktionsindex, eignet er sich als Frühindikator für die Konjunktorentwicklung. Er basiert auf digitalen Prozessdaten, die im Zuge der LKW-Mauterhebung erzeugt werden und misst die Fahrleistung von mautpflichtigen Lastkraftwagen mit mindestens vier Achsen auf Bundesautobahnen. Entwickelt wurde der Index vom Bundesamt für Logistik und Mobilität. Das Statistische Bundesamt bereitet ihn als saisonbereinigten Konjunkturindikator für Deutschland und die einzelnen Bundesländer auf. Das Basisjahr für den Index ist das Jahr 2021 (=100).

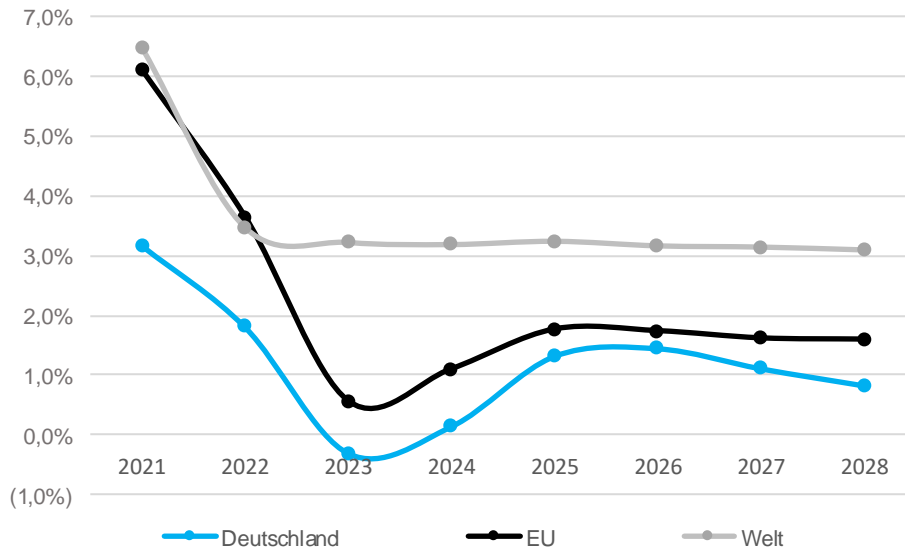
Sonstige

Die Entwicklung des Ölpreises, des Wechselkurses EUR/USD sowie die Kursentwicklung des DAX und des Volatilitätsindex VDAX-NEW stellen wir jeweils über einen Zeitraum von drei Jahren auf Basis von Daten von S&P Capital IQ dar.

BIP-Wachstum und Inflation

Wachstum des Bruttoinlandsprodukts

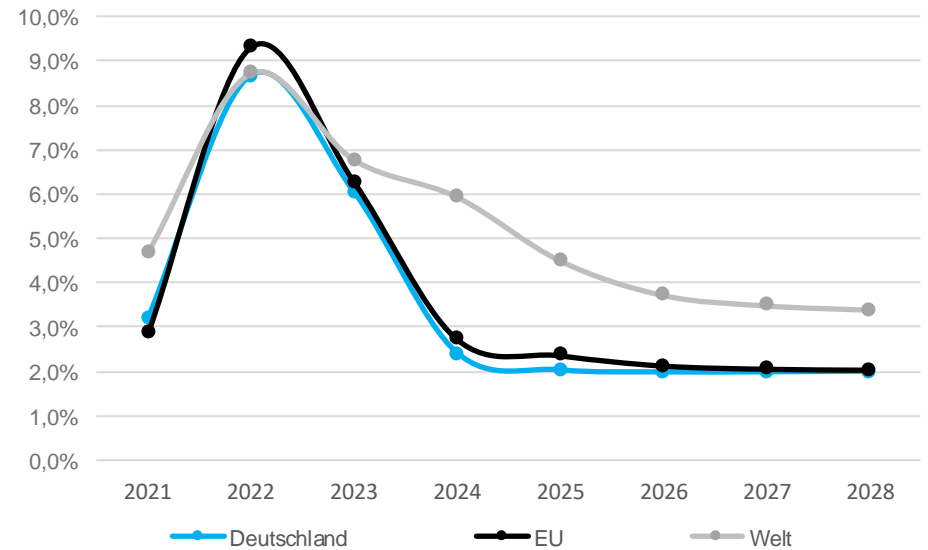
| BIP-Wachstum | | | | | | | | | |
|--------------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| | Ist | Ist | Ist | Progn. | Progn. | Progn. | Progn. | Progn. | Progn. |
| Deutschland | 3,2% | 1,8% | (0,3%) | 0,2% | 1,3% | 1,5% | 1,1% | 0,8% | 0,7% |
| EU | 6,1% | 3,6% | 0,6% | 1,1% | 1,8% | 1,7% | 1,6% | 1,6% | 1,5% |
| Welt | 6,5% | 3,5% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,1% | 3,1% | 3,1% |



Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2024

Inflation

| Inflation | | | | | | | | | |
|-------------|------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
| | Ist | Ist | Ist | Progn. | Progn. | Progn. | Progn. | Progn. | Progn. |
| Deutschland | 3,2% | 8,7% | 6,0% | 2,4% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| EU | 2,9% | 9,3% | 6,3% | 2,7% | 2,4% | 2,1% | 2,1% | 2,0% | 2,0% |
| Welt | 4,7% | 8,7% | 6,8% | 5,9% | 4,5% | 3,7% | 3,5% | 3,4% | 3,4% |



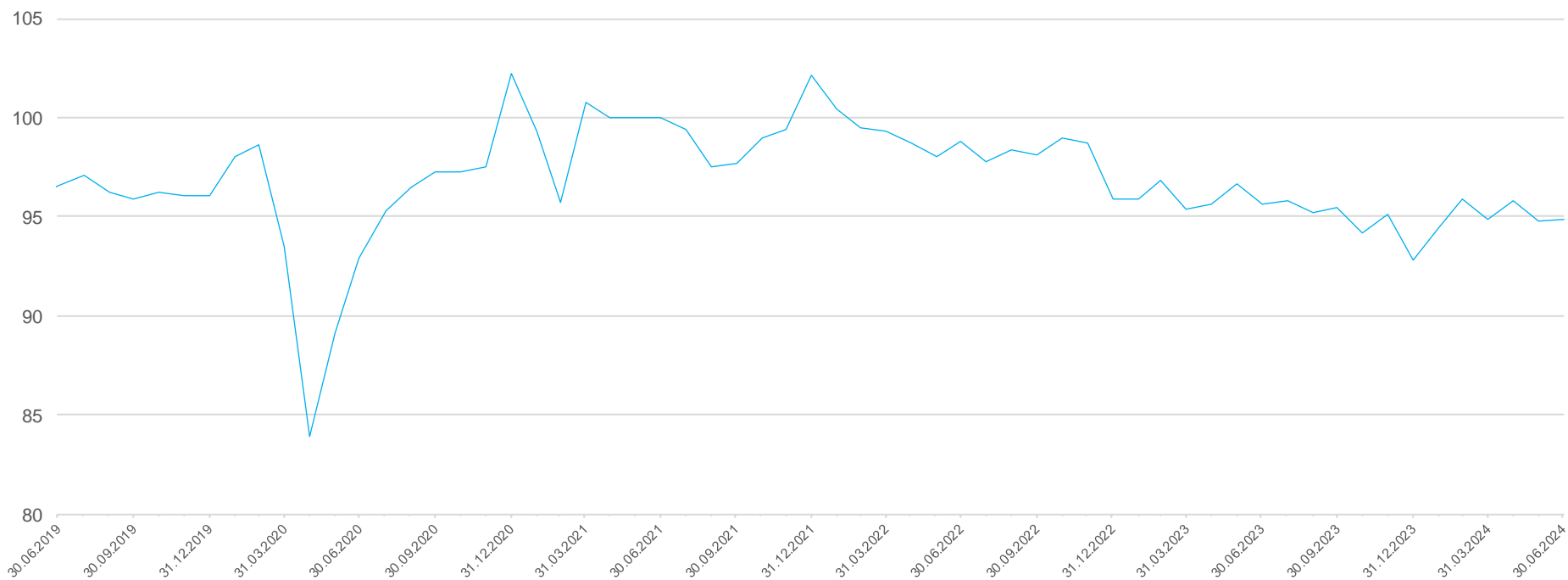
Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2024

LKW-Maut-Fahrleistungsindex

LKW-Maut-Fahrleistungsindex (monatlich)

Saison- und kalenderbereinigt, 2021=100

LKW-Maut-Fahrleistungsindex



Veränderung zum Vorjahr

| | | | | | | | |
|------------|------|------------|-------|------------|-------|-------------------|--------------|
| 30.09.2020 | 1,5% | 30.09.2021 | 0,4% | 30.09.2022 | 0,4% | 30.09.2023 | -2,7% |
| 31.12.2020 | 6,3% | 31.12.2021 | -0,1% | 31.12.2022 | -6,1% | 31.12.2023 | -3,2% |
| 31.03.2021 | 7,8% | 31.03.2022 | -1,5% | 31.03.2023 | -3,9% | 31.03.2024 | -0,5% |
| 30.06.2021 | 7,6% | 30.06.2022 | -1,2% | 30.06.2023 | -3,2% | 30.06.2024 | -0,7% |

Ölpreis und Wechselkurs EUR/USD

Ölpreis

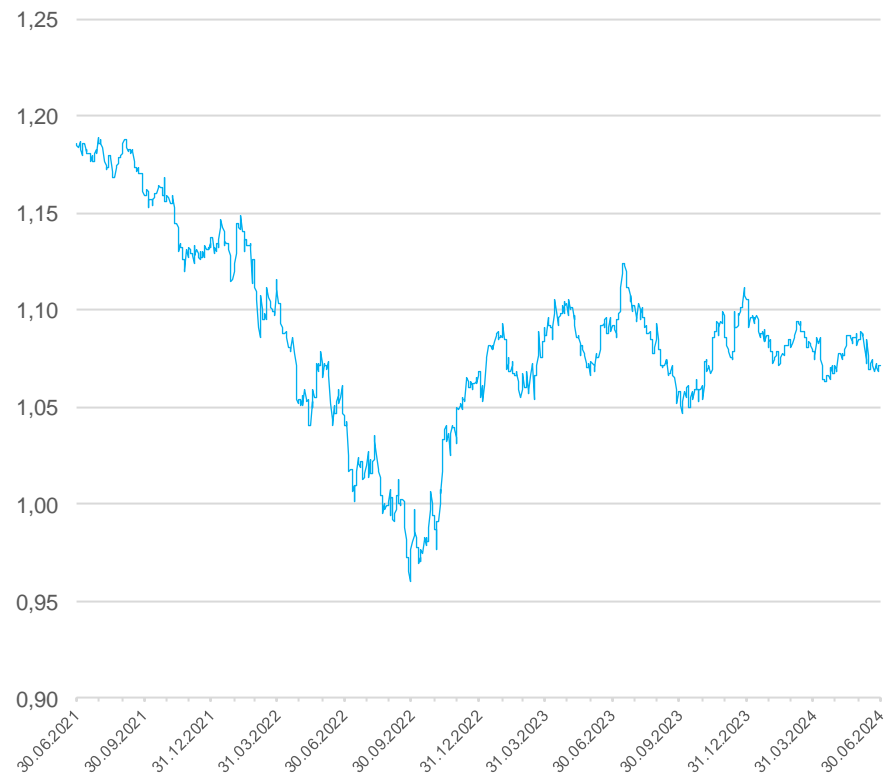
Ölpreis in USD/Barrel (WTI)



| | | | | | |
|------------|---------------|------------|--------------|-------------------|--------------|
| 30.09.2021 | 75,03 | 30.09.2022 | 78,72 | 30.09.2023 | 90,79 |
| 31.12.2021 | 75,21 | 31.12.2022 | 80,26 | 31.12.2023 | 71,65 |
| 31.03.2022 | 100,28 | 31.03.2023 | 75,67 | 31.03.2024 | 83,17 |
| 30.06.2022 | 105,76 | 30.06.2023 | 70,64 | 30.06.2024 | 81,54 |

Wechselkurs EUR/USD

Wechselkurs EUR/USD

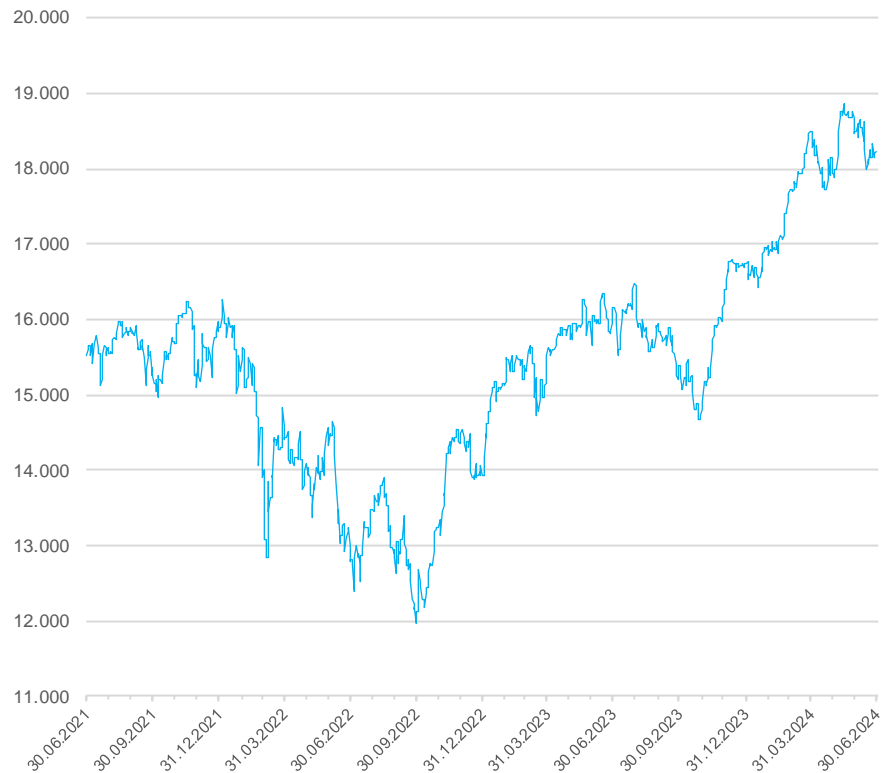


| | | | | | |
|------------|---------------|------------|---------------|-------------------|---------------|
| 30.09.2021 | 1,1590 | 30.09.2022 | 0,9806 | 30.09.2023 | 1,0584 |
| 31.12.2021 | 1,1373 | 31.12.2022 | 1,0687 | 31.12.2023 | 1,1053 |
| 31.03.2022 | 1,1109 | 31.03.2023 | 1,0865 | 31.03.2024 | 1,0789 |
| 30.06.2022 | 1,0454 | 30.06.2023 | 1,0917 | 30.06.2024 | 1,0715 |

DAX und VDAX-NEW

DAX

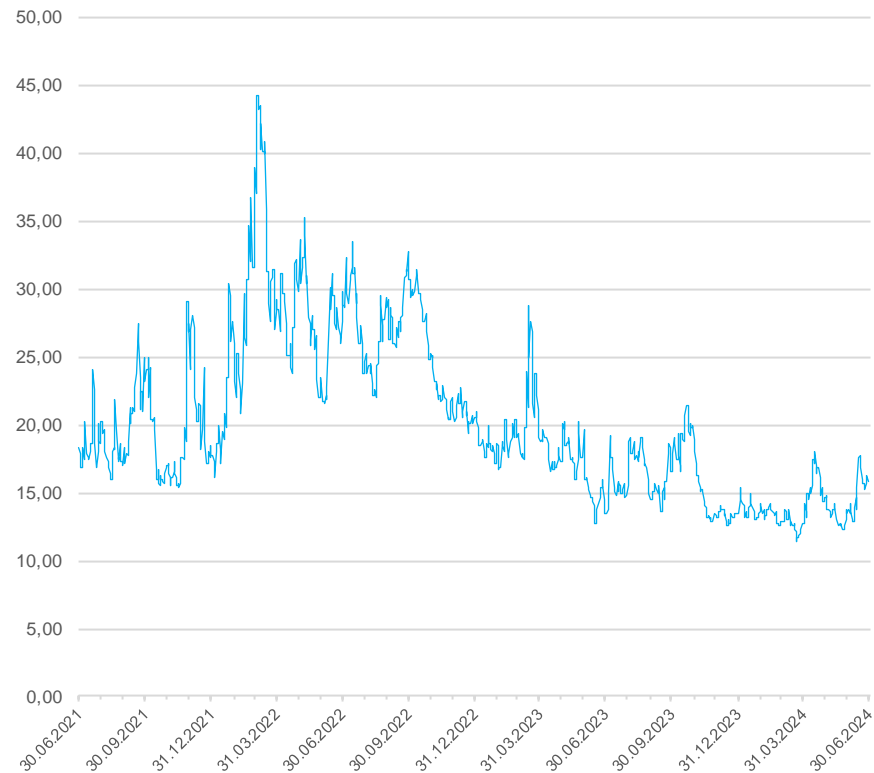
DAX



| | | | | | |
|------------|--------|------------|--------|-------------------|---------------|
| 30.09.2021 | 15.261 | 30.09.2022 | 12.114 | 30.09.2023 | 15.387 |
| 31.12.2021 | 15.885 | 31.12.2022 | 13.924 | 31.12.2023 | 16.752 |
| 31.03.2022 | 14.415 | 31.03.2023 | 15.629 | 31.03.2024 | 18.492 |
| 30.06.2022 | 12.784 | 30.06.2023 | 16.148 | 30.06.2024 | 18.235 |

VDAX-NEW

VDAX-NEW Volatilitätsindex



| | | | | | |
|------------|-------|------------|-------|-------------------|--------------|
| 30.09.2021 | 23,28 | 30.09.2022 | 30,67 | 30.09.2023 | 16,58 |
| 31.12.2021 | 17,70 | 31.12.2022 | 20,57 | 31.12.2023 | 13,53 |
| 31.03.2022 | 29,27 | 31.03.2023 | 18,86 | 31.03.2024 | 12,77 |
| 30.06.2022 | 29,78 | 30.06.2023 | 13,52 | 30.06.2024 | 15,79 |

Moore BRL GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Pariser Platz 4 A
10117 Berlin
Tel +49 30 56 55 56 - 0
Fax +49 30 56 55 56 - 333

Jungfernstieg 30
20354 Hamburg
Tel +49 40 35 006 - 0
Fax +49 40 35 006 - 333

www.moore-brl.de

Alle Informationen und Daten in diesem Dokument wurden sorgfältig zusammengestellt. Eine Haftung für die Richtigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Aufgrund der allgemeinen Natur der Informationen und Daten können diese die individuelle Beratung im Einzelfall nicht ersetzen.

© 2024 Moore BRL GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft