

Bericht

über die Prüfung nach § 327c Abs. 2 AktG der Angemessenheit der Barabfindung für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

**C. Bechstein Pianoforte Aktiengesellschaft,
Berlin,**

auf die

**Kosmos Holding GmbH,
Berlin**

INHALTSVERZEICHNIS

A.	Auftrag und Auftragsdurchführung	1
I.	Auftrag	1
II.	Auftragsdurchführung	3
B.	Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung nach § 327c AktG	8
C.	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	10
I.	Allgemeines	10
II.	Grundlagen und Bewertungsmethodik	10
1.	Methoden zur Ermittlung von angemessener Abfindung	10
2.	Methoden der Unternehmenswertermittlung	10
3.	Liquidationswert und Substanzwert	12
4.	Vergleichsorientierte Bewertung	13
5.	Vorerwerbe	13
III.	Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts	14
1.	Vorgehensweise	14
2.	Bewertungsobjekt	16
a)	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	16
aa)	Gesellschaftsrechtliche Grundlagen	16
ab)	Geschäftstätigkeit	17
ac)	Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	18
b)	Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts	25
3.	Markt- und Wettbewerbsumfeld	26
4.	Bewertungsstichtag	29
5.	Bewertungsmethode	30
6.	Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen	32
a)	Planungsprozess	32
b)	Vergangenheitsanalyse	33
c)	Planungsrechnung des operativen Ergebnisses	36
d)	Plausibilisierung der operativen Planung mit den Vergleichsunternehmen	39
e)	Nachhaltiges operatives Ergebnis	40
f)	Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer	41
fa)	Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer	41

fb) Finanzergebnis, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteile	41
fc) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer	42
7. Kapitalisierungszinssatz	44
a) Basiszinssatz	45
b) Risikozuschlag	47
ba) Anwendung des Tax-CAPM	47
bb) Marktrisikoprämie	48
bc) Unverschuldete Betafaktoren	50
bd) Anpassung der unverschuldeten Betafaktoren an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts	55
c) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze	55
d) Wachstumsabschlag	57
8. Sonderwerte	58
9. Unternehmenswert und Wert je Aktie	60
IV. Plausibilisierung des Unternehmenswerts	62
1. Vergleichsorientierte Marktbewertung (Trading-Multiplikatoren)	62
2. Marktkapitalisierung	63
V. Ableitung der angemessenen Barabfindung	63
D. Abschließende Erklärung	64

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bewertungsgutachten	Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert zum 11. März 2024 und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der C. Bechstein Pianoforte Aktiengesellschaft, Berlin
Bewertungsgutachter	BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
BewP	BewertungsPraktiker (Zeitschrift)
BGH	Bundesgerichtshof
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
c.p.	ceteris paribus
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (Ergebnis vor Zinsen und Steuern/Betriebsergebnis)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen)
etc.	et cetera
EZB	Europäische Zentralbank
€	Euro
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
f.	folgende
ff.	fortfolgende

FN-IDW	Fachnachrichten des IDW
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
I	Ist-Zahl (z.B. 2021I = Ist-Zahl des Jahres 2021)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S 1	Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
ISIN	International Securities Identification Number
i.S.d.	im Sinne der/s
KSt/KStG	Körperschaftsteuer/Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
Mio.	Million(en)
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Nr.	Nummer
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
rd.	rund
S.	Seite
sog.	sogenannte
SolZ	Solidaritätszuschlag
S&P Intelligence	Global Market S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA
Tax-CAPM	Capital Asset Pricing Modell (um Steuern erweitert)
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital

WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

ANLAGENVERZEICHNIS

- Anlage 1: Unternehmensbeschreibungen der Vergleichsunternehmen (Peer Group)
- Anlage 2: Beschluss des Landgerichts Berlin vom 19. Oktober 2023 zur Bestellung der I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c AktG
- Anlage 3: Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017.

Hinweis:

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen auftreten.

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

I. Auftrag

1. Die Kosmos Holding GmbH, Berlin,¹ als Hauptaktionärin der

C. Bechstein Pianoforte Aktiengesellschaft, Berlin,²

beabsichtigt, die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Bechstein gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327a AktG herbeizuführen. Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Bechstein auf die Kosmos soll von der außerordentlichen Hauptversammlung der Bechstein am 11. März 2024 beschlossen werden.

2. Die Kosmos ist mit Stand vom 22. Januar 2024 mit rd. 97,92 % am gezeichneten Kapital der Bechstein beteiligt.
3. Nach § 327a Abs. 1 AktG kann die Hauptversammlung auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat der Hauptaktionär der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.
4. Der Hauptaktionär legt nach § 327b Abs. 1 AktG die Höhe der Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählt und bestellt.
5. Auf den Bericht des Hauptaktionärs und die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung sind nach § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG die Vorschriften der §§ 293a Abs. 2 und 3, 293c Abs. 1 Satz 3 bis 5, Abs. 2 sowie 293d und 293e AktG sinngemäß anzuwenden.

¹ Im Folgenden „Kosmos“ oder „Mehrheitsaktionär“.

² Im Folgenden „Bechstein“, „Gesellschaft“ oder „Bewertungsobjekt“.

6. Mit Beschluss vom 19. Oktober 2023 hat das Landgericht Berlin auf Antrag der Kosmos uns, die I-ADVISE AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG für den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Bechstein bestellt (s. Anlage 2).
7. Gegenstand der Prüfung ist nach § 327c AktG die Angemessenheit der Barabfindung, die die Kosmos als Hauptaktionärin der Bechstein ausweislich ihres schriftlichen Berichts an die Hauptversammlung der Bechstein festgelegt hat.
8. Die Festlegung der angemessenen Barabfindung erfolgte auf der Grundlage der von der Kosmos in Auftrag gegebenen gutachtlichen Stellungnahme („Bewertungsgutachten“) der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, (im Folgenden „BDO“ oder „Gutachter“) zum Unternehmenswert zum 11. März 2024 und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Bechstein vom 23. Januar 2024.
9. Das Bewertungsgutachten hat BDO nach dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmens-bewertungen“ (IDW S 1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. in der Funktion als neutraler Gutachter erstattet. Der Vorstand der Kosmos hat sich das Bewertungsgutachten inhaltlich in vollem Umfang zu eigen gemacht und dem Übertragungsbericht als Anlage beigefügt.

II. Auftragsdurchführung

10. Wir haben unsere Prüfung – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 20. Oktober 2023 aufgenommen und bis zum 24. Januar 2024 vornehmlich in unseren Büros in Düsseldorf und Frankfurt am Main durchgeführt.
11. Darüber hinaus haben wir Gespräche mit den Vertretern der Kosmos, Bechstein und BDO in den Räumen der Bechstein in Berlin sowie mittels Videokonferenzen geführt.
 - Gespräche mit den Verantwortlichen der Bechstein und der Kosmos, u.a.:
 - Herr Stefan Freymuth, Vorstand Strategie und Akquise (Vorsitzender)
 - Herr Ralf Dewor, Vorstand Vertrieb
 - Herr Matthias König, Vorstand Produktion
 - Herr Marcus Meya, kaufmännischer Leiter
 - Gespräche mit dem Bewertungsgutachter:
 - Herr WP StB Hartmut Paulus, Partner, BDO
 - Herr WP Nicolas Rüssmann, Partner, BDO
 - Herr Stefan Spruck, Senior Manager, BDO
12. Die benannten Auskunftspersonen der Bechstein haben uns das Markt- und Wettbewerbsumfeld, das Geschäftsmodell und die Strategie, die historische und aktuelle Geschäftslage sowie die Planungsrechnung dargelegt. Prüfungsbegleitend haben uns ferner Vertreter des Bewertungsgutachters Bewertungsannahmen in Video- und Telefonkonferenzen erläutert.

13. Für unsere Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung, die wir über den durch den Bewertungsgutachter eingerichteten Datenraum oder unmittelbar vom Bewertungsgutachter erhalten haben:

- Satzung der Bechstein AG (Fassung vom 6. März 2023)
- Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert zum 11. März 2024 und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der C. Bechstein Pianoforte Aktiengesellschaft, Berlin der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main.³
- Prüfungsberichte der MUTH & Co. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Fulda, über die Prüfung des Jahresabschlusses und Lageberichts der Bechstein AG für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022.
- Prüfungsberichte der MUTH & Co. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Fulda, über die Prüfung der Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte der Bechstein AG für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022.
- Protokolle der Aufsichtsrats- und Vorstandssitzungen der vergangenen drei Geschäftsjahre.
- Budgets der Gesellschaft für die Jahre 2020, 2021 und 2022 sowie Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2023.
- Planungsmodell der Bechstein AG für die Jahre 2024 bis 2030.
- Studie zum Markt und zur Branche in Deutschland.

³ Diese hat uns projektbegleitend vorab als Entwurf vorgelegen.

14. Darüber hinaus haben wir für unsere Arbeiten auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns vor allem auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA,⁴ gelieferten Daten gestützt.
15. Sämtliche von uns erbetenen Aufklärungen und Nachweise wurden uns von den Vertretern der Bechstein und der Kosmos sowie den benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der Bechstein hat uns gegenüber mit Datum vom 23. Januar 2024 eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns sämtliche Angaben und Unterlagen, die für unsere Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt worden sind. Die Geschäftsführung der Kosmos hat uns heutigem Datum zusätzlich schriftlich erklärt, dass ihr keine Tatsachen oder Umstände bekannt sind, wonach das Bewertungsgutachten und der Entwurf des Prüfungsberichts Aussagen zur Unternehmensplanung enthalten, die in wesentlicher Hinsicht unzutreffend seien.
16. Bei unserer Prüfung haben wir den IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. beachtet. Darüber hinaus haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertungen, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ berücksichtigt.
17. Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Arbeiten des Bewertungsgutachters aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.⁵ Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein Prüfungsurteil abzugeben.
18. Diskussionspunkte zwischen dem Bewertungsgutachter und uns waren die Ableitung des Betafaktors und die Berücksichtigung bestimmter Finanzverbindlichkeiten im Rahmen der Ableitung der Kapitalkosten. Wir verweisen in diesem Zusammenhang auf den Abschnitt C. III. 7.

⁴ Im Folgenden „S&P Global Market Intelligence“.

⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006, II ZR 225/04, BB 2006, S. 2.543 ff.

19. Vor diesem Hintergrund haben wir zur Ableitung des Betafaktors, neben der von BDO durchgeführten Erhebung von Betafaktoren unter Berücksichtigung eines lokalen japanischen Index, ergänzende Datenerhebungen und Analysen unter Berücksichtigung eines weltweiten Index (MSCI All Country World) vorgenommen. Bei der Anpassung der unverschuldeten Eigenkapitalkosten an den Verschuldungsgrad der Bechstein haben wir in einer ergänzenden Berechnung einen höheren Verschuldungsgrad berücksichtigt.
20. Die den Kapitalisierungszinssatz erhöhenden und die ihn mindernden Effekte beider Anpassungen gleichen sich im vorliegenden Fall nahezu aus und sind nicht nachteilig für die Minderheitsaktionäre.
21. In einer eigenen Berechnung haben wir anstelle des vom Bewertungsgutachter gewählten technischen Bewertungsstichtages 31. Dezember 2022 eine Wertberechnung mit dem technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2023 durchgeführt, die ebenfalls die Angemessenheit der Barabfindung bestätigt.
22. Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Übertragungsberichts liegt bei der Geschäftsführung der Kosmos und dem Vorstand der Bechstein.
23. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Derartige Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Die Einhaltung der jeweiligen rechtlichen Vorschriften im Rahmen der vorgelegten geprüften Abschlüsse und Abhängigkeitsberichte ist jeweils vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Zum Zeitpunkt unserer Prüfung lag kein Konzernabschluss für das Geschäftsjahr 2023 vor. Das Geschäftsjahr 2023 wurde auf Basis einer Hochrechnung zum 31. Dezember 2023 berücksichtigt.
24. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der voraussichtlichen außerordentlichen Hauptversammlung der Bechstein am 11. März 2024 über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Bechstein wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Bechstein ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung ergänzend zu berücksichtigen. Hierzu werden wir Stichtagserklärungen am Tag der Hauptversammlung einholen.

25. Dieser Bericht dient ausschließlich zur Information und als Entscheidungsgrundlage für die an der Strukturmaßnahme beteiligten Parteien einschließlich ihrer Gesellschafter/ Aktionäre sowie das uns bestellende Gericht. Dies umfasst auch die Bereitstellung des Berichts im Vorfeld der über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Bechstein beschlussfassenden Hauptversammlung der Bechstein und in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Bechstein die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.
26. Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrundeliegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.
27. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln – ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbeschränkung gegenüber den Aktionären bzw. Anteilshabern gemäß § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB – unsere Verantwortlichkeit auch gegenüber Dritten.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung nach § 327c AktG

28. Der Gegenstand und der Umfang unserer Prüfung ergeben sich aus den § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und § 293e AktG. Als Prüfungsgegenstand bezeichnet § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung. Die Barabfindung hat gemäß § 327b Abs. 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen.
29. Der Umfang der Prüfung der Angemessenheit ergibt sich aus § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Sätze 2 und 3 AktG. Dementsprechend ist der Prüfungsbericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG mit einer Erklärung abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht nach § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG anzugeben:
- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist;
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
 - welcher Ausgleich oder welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde;
 - zugleich ist darzulegen welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zu Grunde liegenden Werte beigemessen worden ist und
 - welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragschließenden Unternehmen aufgetreten sind.
30. Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich auf Basis einer Prüfung der Bewertung der Bechstein beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung bildet. Der Prüfer hat zu untersuchen, ob die Bewertung anerkannten Methoden entspricht, die wertrelevanten Parameter fachgerecht abgeleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.
31. Jegliche weitergehende rechtliche Würdigung sowie die Prüfung der Zweckmäßigkeit des Vertrags und steuerlicher Auswirkungen zählen nicht zu unserem Auftrag. Gleichmaßen sind Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts nicht Prüfungsgegenstand.

32. Auf der Grundlage der vorstehenden Ausführungen haben wir als Prüfer i.S.v. § 327c Abs. 2 AktG geprüft, ob die von der Kosmos als Hauptaktionär festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Bechstein im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Übertragungsbeschluss angemessen ist.
33. Die Durchführung der Bewertung haben wir in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der geplanten ausschüttbaren Ergebnisse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes, der Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag sowie der Wertansätze für die Sonderwerte nachvollzogen und rechnerisch durch Abbildung in einem eigenen Bewertungsmodell überprüft.

C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

I. Allgemeines

34. Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs. 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche, nachfolgend dargestellte Bewertungsmethoden zur Verfügung.

II. Grundlagen und Bewertungsmethodik

1. Methoden zur Ermittlung von angemessener Abfindung

35. Eine explizite gesetzliche Methodenvorgabe zur Ermittlung der Abfindung existiert nicht. Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung⁶ und der Bewertungspraxis ist der objektivierte Wert des Unternehmens die richtige Basis zur Ermittlung der Abfindung nach § 305 AktG. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes.
36. Die Aktien der Bechstein sind nicht börsennotiert. Deshalb kann im vorliegenden Fall bei der Bemessung der Abfindung der Börsenkurs nicht als Untergrenze in Betracht gezogen werden. Basis der Ableitung der Abfindung ist folglich die Ableitung des objektivierten Unternehmenswerts der Gesellschaft.

2. Methoden der Unternehmenswertermittlung

37. Der Wert des Eigenkapitals eines erwerbswirtschaftlichen Unternehmens leitet sich aus den künftigen unsicheren Zahlungsströmen ab, die der Eigenkapitalgeber zu erwarten hat. Ein solcher Unternehmenswert kann als Barwert aller künftigen Einnahmen-Ausgaben-Überschüsse des Unternehmens berechnet werden.
38. Die Grundzüge, wie solche zukunftsbezogenen Unternehmensbewertungen durchzuführen sind, sind im Standard IDW S 1 dargestellt. Zur Ermittlung der angemessenen Abfindung hat der Bewertungsgutachter zunächst eine Bewertung nach der Ertragswertmethode nach IDW S 1 durchgeführt. Die in diesem Standard verankerten Grundsätze, insbesondere die Erläuterung der Ertragswertmethode, entsprechen der

⁶ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00, ZIP 2001, S. 734-737.

herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Praxis der Unternehmensbewertung. Das Ertragswertverfahren ist auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Insoweit beurteilen wir das hier angewandte Ertragswertverfahren als angemessen. Demnach ergibt sich der Unternehmenswert aus der risiko-adäquaten Diskontierung künftiger erwarteter Ausschüttungen des Unternehmens an seine Anteilseigner.

39. Alternativ zu der Anwendung der Ertragswertmethode können im Rahmen des IDW S 1 Bewertungen grundsätzlich auch nach der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode erfolgen. Nach der DCF-Methode in ihrer in der Praxis üblichen Form (sogenannter Brutto-, Entity-, Enterprise- oder WACC-Ansatz) wird zunächst ein Gesamtkapitalwert für das operative Geschäft ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals wird aus dem Gesamtkapitalwert abgeleitet, indem die Nettofinanzschulden in Abzug gebracht werden. Ertragswertmethode und DCF-Methode beruhen beide auf dem Kapitalwertkalkül und damit auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen. Bei gleichen Prämissen führen beide Methoden zu demselben Ergebnis.
40. In dem unter Verwendung der Ertragswertmethode berechneten Barwert der prognostizierten Zahlungsströme sind nur solche wertbildenden Faktoren vollständig erfasst, die durch laufende Zahlungsströme wertmäßig zutreffend abbildbar sind. Wertbildende Faktoren, die auf diese Weise gar nicht oder nur sehr unvollständig abgebildet werden können, sind gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwerte hinzuzufügen. Insbesondere kann es sich dabei um nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder auch um steuerliche Sondertatbestände handeln.⁷

⁷ Vgl. IDW S 1, Tz. 59 ff.

3. Liquidationswert und Substanzwert

41. Bei der Ertragswert- wie auch der DCF-Methode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Dieser Wert kommt gemäß IDW S 1 dann als Untergrenze des Unternehmenswerts in Betracht, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation ergeben würden, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.
42. Für die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist der Liquidationswert gleichwohl relevant, denn nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden sind unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung zu bewerten. Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkung einer Veräußerung den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die andernfalls zu unterstellende Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Veräußerung die vorteilhaftere Verwertung dar.⁸
43. Der Substanzwert umfasst die Summe der Auszahlungen, die nötig wären, wenn das Unternehmen reproduziert werden sollte. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sogenannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der regelmäßigen Schwierigkeiten bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger immaterieller Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dem Substanzwert fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.

⁸ Vgl. IDW S 1, Tz. 60.

4. Vergleichsorientierte Bewertung

44. Zu Plausibilisierungszwecken ist es üblich, indikative Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten anhand eines mittels Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße zu ermitteln, die als branchenüblich angesehen werden. Geeignete Multiplikatoren werden dabei entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet. Bei sorgfältiger Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Analystenschätzungen sind i.d.R. allerdings nur für einen begrenzten Prognosezeitraum verfügbar. Zum anderen müssen die Ergebnismultiplikatoren aus einer Analyse der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Hierbei können unternehmensspezifische Ertrags- und Kostenstrukturen nicht hinreichend berücksichtigt sein. Ferner können besonders zu berücksichtigende Sachverhalte, wie z.B. Verlustvorträge, bei einer Multiplikatoren-Bewertung oftmals nicht angemessen Berücksichtigung finden. Derartige Multiplikatoren-Bewertungen stellen daher nur vereinfachte, pauschale Wertermittlungen dar. Daher ist ihnen eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – vorzuziehen.

5. Vorerwerbe

45. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können nach IDW S 1 Tz. 13 grundsätzlich als Anhaltspunkt zur ökonomischen Plausibilisierung von Unternehmens- und Anteilswerten herangezogen werden, ersetzen aber keine Unternehmensbewertung. Sie sind darüber hinaus auch durch die subjektiven Entscheidungswerte des Erwerbers, z.B. durch nur von ihm erzielbare Synergien oder Paketzuschläge bzw. Kontrollprämien, beeinflusst.
46. Aus diesem Grund entspricht es seit der Grundsatzentscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 gesicherter Rechtsprechung, dass Vorerwerbspreise für die Festlegung der Abfindung nach § 305 AktG keine Relevanz haben.

III. Prüfung der Ableitung des Unternehmenswerts

1. Vorgehensweise

47. Gegenstand der Prüfung war zunächst die Abgrenzung des Bewertungsobjekts und die Vorgehensweise bei der Bewertung. Als Grundlage unserer Analysen haben wir das Geschäftsmodell sowie die wirtschaftlichen Grundlagen der Bechstein untersucht. Unter Rückgriff auf die uns vorgelegten Geschäftsberichte, Prüfungsberichte, internen Dokumente sowie öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten haben wir uns im nächsten Schritt mit der Entwicklung der Vergangenheitsergebnisse befasst.
48. Unter Berücksichtigung der um Sondereffekte bereinigten Vergangenheitszahlen haben wir die Planungsplausibilisierung durchgeführt. Dabei haben wir uns den Planungsprozess erläutern lassen. Die Planung haben wir auf Basis der Analyse der Markt- und Wettbewerbssituation der Bechstein sowie der eingeleiteten und geplanten Maßnahmen auf Plausibilität, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit beurteilt.
49. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Bewertungsmethode und die im Einzelnen festgelegten bewertungstechnischen Parameter auf ihre Angemessenheit hin untersucht. Die Umsetzung im Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters haben wir nachvollzogen und zwecks Prüfung der richtigen Anwendung der Methoden, Verarbeitung der Prämissen und Parameter sowie Prüfung der Richtigkeit der Berechnungen ein eigenes Bewertungsmodell erstellt.
50. Daneben haben wir eigene Untersuchungen und Berechnungen, insbesondere zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes sowie zu den Multiplikatoren, vorgenommen.
51. Eine eingehende separate Analyse des Liquidationswerts war im vorliegenden Fall nicht erforderlich, da die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und keine Hinweise vorliegen, dass der Liquidationswert höher als der ermittelte Ertragswert sein könnte.
52. Unsere Prüfungsarbeiten umfassten auch die vom Bewertungsgutachter durchgeführten Untersuchungen zur vergleichenden Marktbewertung.

53. Als Schwerpunkte der Prüfung haben wir festgelegt:
- Plausibilität der Abbildung der zu erwartenden Geschäftsentwicklung der Bechstein durch die Planungsrechnung
 - Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell und Ableitung der ausschüttbaren Ergebnisse
 - Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses
 - Angemessenheit der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
 - Sachgerechte Berücksichtigung etwaig gesondert zu bewertender Sachverhalte, wie z.B. nicht betriebsnotwendigen Vermögens
 - Bewertungsmethodik.

2. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

aa) Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

54. Die C. Bechstein Pianoforte Aktiengesellschaft hat ihren Sitz in Berlin und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Berlin-Charlottenburg unter HRB Nr. 61824 B eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet Kantstraße 17, 10623 Berlin. Die Gesellschaft ist durch formwechselnde Umwandlung der C. Bechstein Pianoforte Gesellschaft mit beschränkter Haftung auf Grund des Umwandlungsbeschlusses vom 13. September 1996 entstanden. Die Satzung der Gesellschaft liegt uns in der Fassung vom 6. März 2023 vor. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
55. Das voll eingezahlte Grundkapital der Bechstein beträgt 17.682.783,00 € und ist eingeteilt in insgesamt 5.894.261 auf den Namen lautende nennwertlose Stückaktien (Namensaktien) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 3 € je Aktie. Im Jahr 2023 wurde zuletzt eine Kapitalerhöhung durchgeführt, so dass sich die Anzahl der Aktien um 842.037 Stück erhöht hat. Der Bruttoemissionserlös betrug 7.999.351,50 € (9,50 € je Aktie).
56. Die Aktien befinden sich zum 22. Januar 2024 zu rd. 97,92 % im Besitz der Kosmos Holding GmbH. Die verbleibenden Aktien befinden sich im Streubesitz.

ab) Geschäftstätigkeit

57. Die Ursprünge der Bechstein reichen bis in Jahr 1853 zurück. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Satzung die Herstellung und der Vertrieb von Pianoforteinstrumenten und anderen Musikinstrumenten sowie die Herstellung, der Erwerb und der Vertrieb aller damit zusammenhängenden Gegenstände und Rechte.
58. Die Zielmärkte der Bechstein sind international angesiedelt. Die unter den Marken C. Bechstein, W. Hoffmann, Zimmermann und Feurich vertriebenen Produkte umfassen eine breite Palette von Klavieren und Flügeln. Die Produktion der Instrumente der Marke Bechstein erfolgt in den Manufakturen Seifhennersdorf und Hradec Králové, Tschechien.⁹ Die Produktion der Instrumente der Marke Feurich erfolgt am Standort Wien sowie in China. Instrumente der Marke Zimmermann werden durch Partnerunternehmen in China gefertigt.¹⁰
59. Im Geschäftsjahr 2022 wurden insgesamt 7.896 Instrumente verkauft, wobei sich der Absatz auf 6.716 Pianos und 1.180 Flügel aufteilt. Die Verkaufszahlen sind im Vergleich zum Vorjahr rückläufig.
60. Geopolitische Spannungen wie der Ukraine-Konflikt sowie Störungen in der Lieferkette haben zu einem deutlichen Anstieg der Wareneinkaufspreise von Bechstein geführt. Darüber hinaus kam es im Jahr 2023 sowohl bei Bechstein als auch bei seinen Wettbewerbern zu einem deutlichen Rückgang der Umsatzerlöse.

⁹ Vgl. <https://www.bechstein.com/die-welt-von-bechstein/>

¹⁰ Vgl. Konzernlagebericht 2022, S. 3

ac) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

61. Die Ertragslage, wie sie sich aus den geprüften Konzernabschlüssen nach HGB für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 sowie der Hochrechnung der Gesellschaft für das Jahr 2023 ergibt, ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

BECHSTEIN - GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN				
in € 000	2020	2021	2022	2023 HR
Umsatzerlöse	65.772	87.561	81.939	62.968
Bestandserhöhung	3.939	1.144	3.949	4.928
Andere aktivierte Eigenleistungen	4.311	4.728	5.105	3.511
Gesamtleistung	74.023	93.433	90.993	71.407
Materialaufwand	-32.252	-40.318	-35.895	-25.956
Rohertrag	41.771	53.115	55.098	45.451
Personalaufwand	-20.735	-24.021	-26.638	-27.221
Sonstige betriebliche Erträge	3.192	1.807	1.571	924
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14.666	-20.405	-22.861	-19.983
Sonstige Steuern	-53	-91	-50	-29
EBITDA	9.510	10.405	7.120	-857
Abschreibungen	-4.776	-7.128	-6.859	-6.506
EBIT	4.734	3.277	260	-7.363
Finanzergebnis	-44	-60	-211	-1.541
EBT	4.690	3.217	49	-8.904
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-1.301	-1.042	-1.422	-294
Jahresüberschuss (inkl. Anteile anderer Gesellschafter)	3.389	2.175	-1.373	-9.198
Ergebnisanteil anderer Gesellschafter	-92	-86	182	200
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	3.298	2.089	-1.191	-8.998
Kennzahlen				
Umsatzwachstum	n.v.	33,1%	-6,4%	-23,2%
Materialaufwandsquote	43,6%	43,2%	39,4%	36,3%
EBITDA-Marge	14,5%	11,9%	8,7%	-1,4%
EBIT-Marge	7,2%	3,7%	0,3%	-11,7%

Quelle: Prüfungsberichte 2021 und 2022, Hochrechnung 2023

62. Zur ausführlichen Erläuterung der Ertragsentwicklung verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.¹¹ Da der Bewertungsgutachter das Jahr 2023 als Planjahr betrachtet und entsprechend eine eigene Zins- und Steuerberechnung vorgenommen hat, bestehen für das Geschäftsjahr 2023 unwesentliche Abweichungen in Bezug auf den resultierenden Konzernjahresüberschuss.

¹¹ Vgl. Bewertungsgutachten S. 53ff.

63. Die wesentlichen Entwicklungen der Ertragslage der Bechstein lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Umsatzerlöse von Bechstein sind von 2017 bis 2021 trotz eines unterjährigen Absatzrückgangs im Jahr 2020 durchgängig gestiegen. Als Folge der allgemeinen Preissteigerungen sowie des Ukraine-Kriegs war im Geschäftsjahr 2023 ein Rückgang der Gesamtleistung aufgrund allgemeiner Kaufzurückhaltung zu verzeichnen. Die deutliche Bestandserhöhung in den Jahren 2022 und 2023 ist auf die fortlaufende Produktion bei gleichzeitigem Rückgang der Absatzzahlen zurückzuführen.
- Der Materialaufwand ist wesentlich von den Preisen der benötigten Rohstoffe, insbesondere Holz, geprägt. Als Folge eines deutlichen Anstiegs vor allem der Holzpreise sowie der Havarie im Suezkanal waren im Jahr 2021 ansteigende Materialaufwendungen zu beobachten. Die Verbesserung der Materialaufwandsquote in 2022 ist insbesondere auf die Vorratshaltung des Unternehmens in Zusammenhang mit gestiegenen Instrumentenpreisen zurückzuführen. Der weitere Rückgang der Materialaufwandsquote im Jahr 2023 ist darauf zurückzuführen, dass insbesondere Produkte im unteren und mittleren Preissegment von den Absatzeinbrüchen betroffen waren.
- Durch den Anstieg der Mitarbeiteranzahl von 632 (2020) auf 707 (2022) ist von 2020 bis 2022 ein stetiger Anstieg der Personalaufwendungen zu beobachten. Als Folge des deutlichen Nachfragerückgangs ergab sich rechnerisch eine Erhöhung der Personalaufwandsquote. Ab der zweiten Hälfte des Jahres 2023 wurden erste Personaleinsparmaßnahmen in Form eines Personalabbaus am Standort Tschechien sowie umfassender Kurzarbeit in der deutschen Manufaktur umgesetzt.
- Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bestehen primär aus Vertriebskosten, Betriebskosten, Verwaltungskosten, Miet- und Leasingaufwendungen, Aufwendungen für bezogene Leistungen sowie Spenden (bis 2022). Die Entwicklung der Position ist wesentlich durch die Entwicklung der Vertriebsaufwendungen geprägt, die als Folge der positiven Geschäftsentwicklung zunächst deutlich gestiegen sind (2021: +6,4 Mio. €, 2022: +0,9 Mio. €) und als Folge des Umsatzrückgangs in 2023 rückläufig waren (-2,3 Mio. €).
- Das EBITDA ist ausgehend von dem Niveau in den Geschäftsjahren 2020 und 2021 ab dem Geschäftsjahr 2022 deutlich gesunken und wird in 2023 (HR) insbesondere aufgrund des Umsatzeinbruchs negativ erwartet.
- Die Abschreibungen entfallen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände. Die Erhöhung der Abschreibungen im Jahr 2021 gegenüber dem

Vorjahr ist insbesondere auf außerplanmäßige Abschreibungen geleisteter Anzahlungen zurückzuführen. Die weitere Entwicklung der Abschreibungen ist auch auf zusätzliche Abschreibungen im Zusammenhang mit dem Erwerb der Musikplattform Doozoo zurückzuführen.

- Das Finanzergebnis enthält die Zinserträge aus dem Finanzierungsgeschäft der Atlas sowie Zinsaufwendungen für die aufgenommenen Kredite. Darüber hinaus besteht ein Darlehen von der Arnold Kuthe Finanzvermögens-GmbH, die im mittelbaren anteiligen Eigentum von Herrn Freymuth steht. Als Folge einer Erhöhung dieses Darlehens sowie gestiegener Zinssätze ist im Jahr 2023 ein deutlicher Anstieg der Zinsaufwendungen zu verzeichnen.
- Innerhalb der Unternehmensgruppe bestehen keine körperschaftsteuerlichen Organschaften, so dass auf Ebene einzelner Gesellschaften Steuerzahlungen anfallen, auch wenn das Konzernergebnis negativ ist.
- Die Ergebnisanteile anderer Gesellschafter beinhalten Minderheiten an vier vollkonsolidierten Tochterunternehmen.

64. Die Vermögenslage zu den Abschlussstichtagen der Geschäftsjahre 2020 bis 2022 auf Basis der geprüften HGB-Konzernabschlüsse sowie der Hochrechnung der Gesellschaft für das Jahr 2023 ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

BECHSTEIN - BILANZEN ZUM 31. DEZEMBER				
in € 000	2020	2021	2022	2023 HR
Immaterielle Vermögensgegenstände	6.723	9.598	10.603	10.334
Sachanlagen	29.975	37.941	43.650	44.153
Finanzanlagen	20	20	20	20
Anlagevermögen	36.719	47.559	54.274	54.507
Vorräte	31.796	39.324	53.657	64.784
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8.727	7.260	7.603	9.095
Sonstige Vermögensgegenstände	3.004	3.084	3.868	4.028
Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten	10.325	11.566	7.721	7.869
Umlaufvermögen	53.852	61.234	72.849	85.777
Rechnungsabgrenzungsposten	513	118	35	8
Aktive latente Steuern	1.753	2.713	2.868	3.056
AKTIVA	92.836	111.623	130.025	143.348
Eigenkapital	56.813	67.770	75.141	69.994
Pensionsrückstellungen	282	283	220	220
Steuerrückstellungen	1.834	1.298	1.048	0
Sonstige Rückstellungen	1.221	1.455	2.750	1.678
Rückstellungen	3.337	3.036	4.019	1.899
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	7.985	14.684	21.313	17.340
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	3.051	752	863	801
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.638	3.617	3.194	1.300
Sonstige Verbindlichkeiten	18.882	21.714	25.496	52.013
Verbindlichkeiten	32.557	40.767	50.865	71.454
Rechnungsabgrenzungsposten	129	50	0	0
PASSIVA	92.836	111.623	130.025	143.348

Quelle: Prüfungsberichte 2021 und 2022, Hochrechnung 2023

65. Zur ausführlichen Erläuterung der historischen Vermögenslage verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten.¹²

¹² Vgl. Bewertungsgutachten S. 60ff.

66. Die Entwicklungen der Vermögenslage in der Vergangenheit lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Der Anstieg der immateriellen Vermögensgegenstände im Jahr 2021 ist auf Nutzungsrechte an einer Immobilie in Manchester (2,8 Mio. €), bilanzierte Geschäfts- oder Firmenwerte aus dem Erwerb der Dresdner Piano-Salon Kirsten GmbH (später: C. Bechstein Dresden GmbH; 1,0 Mio. €), geleistete Anzahlungen für ERP-Software (0,6 Mio. €) sowie Softwarelizenzen zurückzuführen, denen Abschreibungen in geringerem Umfang gegenüberstanden. Der erneute Anstieg in 2022 resultiert primär aus der Fertigstellung und Umsetzung des Flagshipstore-Konzepts für das C. Bechstein Centrum Düsseldorf mit einem Investitionsumfang von 2,5 Mio. €. Im Jahr 2023 standen Zugängen durch den Erwerb von DigitAize im April 2023 höhere Abschreibungen gegenüber.
- Der Anstieg des Sachanlagevermögens im Jahr 2021 ist auf den Beginn des Umbaus am Produktionsstandort Seifhennersdorf (3,0 Mio. €) sowie Investitionen an verschiedenen Standorten (3,5 Mio. €) zurückzuführen. Die Investitionen in das Sachanlagevermögen 2022 betreffen im Wesentlichen einen Anbau am Produktionsstandort Seifhennersdorf (3,1 Mio. €), Umgestaltungen verschiedener Standorte (2,8 Mio. €), sowie Investitionen in Produktionsmittel (2,2 Mio. €). In 2023 erfolgten primär Umbauten an bestehenden Standorten, die zu einem weiteren geringen Anstieg des Sachanlagevermögens führten.
- Die Finanzanlagen betreffen Genossenschaftsanteile an der Berliner Volksbank eG und haben sich nicht verändert.
- Um auch bei Lieferkettenproblemen jederzeit produzieren zu können, wurde der Bestand der Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe in den Jahren 2021 bis 2023 bewusst von 11,5 Mio. € auf 21,6 Mio. € erhöht. Zudem erfolgte ein Aufbau der fertigen Erzeugnisse von 27,4 Mio. € auf 42,4 Mio. €.
- Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen beziehen sich im Wesentlichen auf den Musikfachhandel. Der deutliche Anstieg in 2023 ist auf die Praxis von Feurich zurückzuführen, Instrumente an Händler zu verkaufen und erst nach Verkauf durch die Händler das Geld zu erhalten.
- Im Jahr 2021 führte die Gesellschaft eine Kapitalerhöhung durch, durch die das gezeichnete Kapital um 2.296 EUR und die Kapitalrücklage um 5.435 TEUR erhöht wurde. Der anschließende Anstieg des Eigenkapitals im Zeitverlauf ist im Wesentlichen ebenfalls auf Kapitalerhöhungen in den Jahren 2022 und 2023 (jeweils gezeichnetes Kapital: 2.526 TEUR + Kapitalrücklage: 5.473 TEUR) zurückzuführen.

- Neben der Pension für den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden beinhalten die Pensionsrückstellungen Zusagen für weitere schon ausgeschiedene Mitarbeiter.
- Für die Steuerrückstellungen wurde technisch eine Zahlungswirksamkeit der Rückstellungen im Jahr 2023 unterstellt.
- Sonstige Rückstellungen beinhalten Gewährleistungsrückstellungen, Tantieme, Urlaubsrückstellungen sowie Rückstellungen für die Berufsgenossenschaft, Wirtschaftsprüfung und Steuerberatung. Da im Jahr 2022 eine ungewöhnlich hohe Anzahl an Instrumenten in Containerschiffen auf See war, wurde bilanziell eine hohe Rückstellung für ausstehende Rechnungen ausgewiesen.
- Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten bestehen im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten in Bezug auf Kreditrahmen bei der Berliner Volksbank und der Berliner Sparkasse.
- Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen bestehen primär in der chinesischen Gesellschaft (Anzahlungen der Händler). Der hohe Bestand in 2020 war auf einen Stichtageffekt zurückzuführen.
- Analog zur Umsatzentwicklung ist in 2021 ein deutlicher Anstieg und in 2022 ein leichter Rückgang der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zu beobachten. Als Folge des hohen Lagerbestandes wurde die Bestellung weiterer Vorräte in 2023 reduziert, was sich in geringeren Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zeigt.
- Die sonstigen Verbindlichkeiten beinhalten im Wesentlichen das Kuthe-Darlehen, das im Zeitverlauf von 14,5 Mio. € (2020) auf 48,1 Mio. € (2023) angestiegen ist. Weitere Bestandteile sind Verbindlichkeiten aus Umsatzsteuer, Verbindlichkeiten aus Lohnsteuer sowie Verbindlichkeiten gegenüber Personal.
- Der Rückgang des passiven Rechnungsabgrenzungspostens ist auf eine Anpassungsbuchung im Jahr 2022 zurückzuführen.

67. Darüber hinaus wurden bewertungstechnische Anpassungen der Bilanzen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 vorgenommen:

BECHSTEIN - ANGEPASSTE BILANZEN (ANPASSUNGEN BECHSTEIN UND BDO)						
in € 000	2022	Adj.	2022adj	2023 HR	Adj.	2023adj
Immaterielle Vermögensgegenstände	10.603	0	10.603	10.334	0	10.334
Sachanlagen	43.650	-2.505	41.145	44.153	0	44.153
Finanzanlagen	20	0	20	20	0	20
Anlagevermögen	54.274	-2.505	51.769	54.507	0	54.507
Vorräte	53.657	-49	53.608	64.784	0	64.784
Forderungen aus Lief. und Leist.	7.603	-7	7.596	9.095	0	9.095
Sonstige Vermögensgegenstände	3.868	-124	3.744	4.028	0	4.028
Kassenbestand	7.721	6.432	14.153	7.869	-82	7.788
Umlaufvermögen	72.849	6.252	79.101	85.777	-82	85.695
Rechnungsabgrenzungsposten	35	0	34	8	0	8
Aktive latente Steuern	2.868	0	2.868	3.056	-188	2.868
AKTIVA	130.025	3.747	133.772	143.348	-270	143.078
Eigenkapital	75.141	4.051	79.192	69.994	-49	69.945
Pensionsrückstellungen	220	-220	0	220	-220	0
Steuerrückstellungen	1.048	0	1.048	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	2.750	0	2.750	1.678	0	1.678
Rückstellungen	4.019	-220	3.798	1.899	-220	1.678
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	21.313	0	21.313	17.340	0	17.340
Erh. Anzahlungen auf Bestellungen	863	0	863	801	0	801
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist.	3.194	-55	3.139	1.300	0	1.300
Sonstige Verbindlichkeiten	25.496	-29	25.467	52.013	0	52.013
Verbindlichkeiten	50.865	-84	50.782	71.454	0	71.454
Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
PASSIVA	130.025	3.747	133.772	143.348	-270	143.078

Quelle: Prüfungsbericht 2022, Hochrechnung 2023, Bewertungsgutachten S. 87f.

68. Die Anpassungen beziehen sich auf das Centrum Belgrad sowie die Liegenschaft in Belgrad, die als Sonderwert berücksichtigt werden und somit aus der Bilanz eliminiert wurden. Hinzu kommt das bewertungstechnische Vorgehen des Bewertungsgutachters im Hinblick auf die Kapitalerhöhung im Geschäftsjahr 2023, die bereits im Geschäftsjahr 2022 abgebildet wurde, sowie die angenommene Ausfinanzierung der Pensionsrückstellungen und die veränderte Entwicklung des Jahresüberschusses des Geschäftsjahres 2023 im Vergleich zur Hochrechnung der Gesellschaft.

b) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

69. Als Bewertungsobjekt wird durch den Bewertungsgutachter zutreffend die Bechstein einschließlich ihrer Tochtergesellschaften betrachtet. Die Unternehmensgruppe umfasst die Marken C. Bechstein, W. Hoffmann, Zimmermann und Feurich.
70. In den Konzernabschluss werden aktuell neben der Muttergesellschaft der Bechstein 23 inländische und 18 ausländische Tochtergesellschaften einbezogen.
71. Die Bewertung des Konzerns kann grundsätzlich nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, entweder stufenweise durch Vereinnahmung der Ergebnisse im Beteiligungsergebnis des beteiligten Unternehmens oder simultan durch Summierung und Konsolidierung sowie durch Addition der Werte jedes einzelnen Konzernunternehmens unter Berücksichtigung der Beteiligungsverhältnisse (sog. „Sum-of-the-parts“). Sofern sachgerecht angewendet, führen die Methoden zu identischen Ergebnissen. Der Bewertungsgutachter hat für seine Bewertung die konsolidierten Planungen der Gesellschaft verwendet und einen aggregierten Wert für die Bechstein einschließlich ihrer Tochtergesellschaften (unter Berücksichtigung von Sonderwerten) ermittelt. Die Fremdanteile am Ergebnis wurden zutreffend berücksichtigt.
72. Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Strukturierung und Abgrenzung des Bewertungsobjekts für sachgerecht.

3. Markt- und Wettbewerbsumfeld

Weltwirtschaft

73. Gemäß des Internationalen Währungsfonds (International Monetary Fund, im Folgenden „IMF“) ist die Weltwirtschaft in 2022 um 3,5 % gewachsen. Für 2023 wird ein Wachstum von 3,0 % erwartet, das sich 2024 leicht auf 2,9 % abschwächt. Für die Jahre bis 2028 werden dann Wachstumsraten von rd. 3 % bis 3,2 % erwartet.
74. Regional gesehen ist das Wachstum wesentlich durch die sogenannten „Emerging Markets and Developing Markets“ getrieben. So wird für die Industrienationen („Advanced Economies“) im Jahr 2023 ein Wachstum von 1,5 % und im Jahr 2024 von 1,4 % erwartet. Gleichzeitig wird für die „Emerging Markets and Developing Economies“ mit einem Wachstum von jeweils 4,0 % in diesen Jahren gerechnet.
75. Die globale Inflation wird vom IMF ausgehend von einer Inflationsrate von 8,7 % im Jahr 2022 in den folgenden Jahren rückläufig erwartet (2023: 6,9 %; 2024; 5,8 %). Hier werden bei den Industrienationen geringere Inflationsraten (2023: 4,6 %; 2024: 3,0 %) im Vergleich zu den Emerging und Developing Markets erwartet.

Deutschland

76. Nach Daten der Deutschen Bundesbank hat sich das reale Bruttoinlandsprodukt in Deutschland 2022 im Vergleich zum Vorjahr um 1,9 % erhöht. Während für das Jahr 2023 ein Rückgang von 0,1 % erwartet wird, rechnet die Bundesbank 2024 mit einem Wachstum von 0,4 % des realen Bruttoinlandsprodukts. Mittelfristig erwartet die Bundesbank eine Erholung der deutschen Wirtschaft (Wachstum 2025: 1,2 %; 2026: 1,3 %).¹³
77. Vergleichbare Tendenzen bestehen nach Ansicht der Bundesbank bei der Inflationsrate: Für das Jahr 2023 wird ein Jahresdurchschnitt der Teuerungsrate (HVPI) von 6,1 % veranschlagt. Im Jahr 2024 wird ein Rückgang der Inflationsrate auf 2,7 % mit weiter sinkender Tendenz prognostiziert. (2025: 2,5 %; 2026: 2,2 %).¹⁴

¹³ Vgl. Bundesbank, Bundesbank-Projektionen, Dezember 2023.

¹⁴ Vgl. Bundesbank, Bundesbank-Projektionen, Dezember 2023.

Branche - Allgemein

78. Als international agierendes Unternehmen im Instrumentenbau ist Bechstein auf dem Markt für die Herstellung von Musikinstrumenten bzw. spezieller dem Teilmarkt für Pianos und Flügel tätig. Die Branche lässt sich in die Segmente Produktion verschiedenster Instrumente, Herstellung von elektronischen Musikinstrumenten sowie Einzelteile und Zubehör unterteilen.
79. Der Markt in Deutschland ist von vielfältigen Wettbewerbern geprägt. Dabei ist die Anzahl der direkten Konkurrenten im Bereich Pianos und Flügel jedoch begrenzt. Allerdings zeichnet sich ein zunehmender Trend zur Internationalisierung ab, da asiatische Hersteller mittlerweile eine bessere Wettbewerbsposition erlangt haben und in bestimmten Segmenten als führende Instrumentenhersteller gelten.
80. Die wichtigsten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Markts sind neben dem allgemeinen gesellschaftlichen Konsumklima (siehe vorherigen Abschnitt) der Digitalisierungsgrad sowie der Erzeugerpreis für Holz. Daneben sind effektive Wechselkursentwicklungen zum Euro relevant.

Branche - Vergangenheit

81. Die deutsche Musikinstrumentenbau-Branche verzeichnet ihre größten Umsätze und Absätze in der Produktgruppe "Einzelne Teile und Zubehör" (2022: 31,9 %), gefolgt von „Saiteninstrumente mit Klaviatur“ (2022: 27,3 %), welche die Bechstein adressiert. Bei den Abnehmerbranchen ist der Großhandel mit Abstand die bedeutendste Branche (2022: 47,1 %), gefolgt vom Einzelhandel (2022: 31,5 %).¹⁵
82. Zwischen den Jahren 2017 und 2022 verzeichnete der Markt ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 2,9 % und auch der Wert der importierten Branchenprodukte wuchs jährlich um durchschnittlich 2,9 %. Zudem erhöhte sich der Gesamtwert der Exporte seit 2017 um durchschnittlich 2,5 % p.a.¹⁶

¹⁵ Vgl. IBIS (2022) – Bau von Musikinstrumenten, S. 17 ff.

¹⁶ Vgl. IBIS (2022) – Bau von Musikinstrumenten, S. 21.

83. Die Corona-Pandemie führte 2020 zu erheblichen Einschränkungen in der Musikinstrumentenbau-Branche, die zu einem deutlichen Umsatzrückgang von etwa 7 % führte. Absagen von Konzerten, Veranstaltungen und Proben belasteten die Musikbranche erheblich. Mit den Lockerungen im Jahr 2021 konnte jedoch bereits das Vorkrisenniveau wieder erreicht werden, auch da Bechstein aufgrund der fortlaufenden Produktion und der daraus entstehenden Vorratshaltung immer lieferfähig war.
84. Allerdings führte die Coronakrise sowie der Ausbruch des Ukraine-Kriegs 2022 zu starken Verwerfungen auf verschiedenen Rohstoffmärkten, wie zum Beispiel auch auf dem Holzmarkt. Der sich seit 2021 stark erhöhende Erzeugerpreis für Holz steigert die Materialkosten für die Herstellung von Musikinstrumenten.
85. Vor dem Hintergrund des Angriffskriegs Russlands auf die Ukraine verschlechtert sich im Jahr 2022 das Konsumklima und es kam zu logistischen Einschränkungen und zum Verlust des russischen Absatzmarktes. Infolgedessen verzeichnete die Branche in diesem Jahr erneute Umsatzeinbußen.

Branche - Prognose

86. In den kommenden fünf Jahren soll die Branche laut Prognosen des Marktforschungsunternehmens IBISWorld eine Phase geringen Wachstums erleben. Der Umsatz wird voraussichtlich um inflationsbereinigt 1,1 % pro Jahr auf 563 Millionen Euro im Jahr 2027 ansteigen.¹⁷
87. Aufgrund der voranschreitenden Digitalisierung wird erwartet, dass in den kommenden fünf Jahren die sozialen Medien, digitale Spiele und eine alternative Freizeitgestaltung an Popularität gewinnen, was voraussichtlich die Nachfrage nach Musikinstrumenten negativ beeinträchtigen wird. Gleichzeitig wird durch die anhaltende Zunahme preisgünstiger Importe aus Fernost eine weitere Intensivierung des Preiswettbewerbs prognostiziert. Im Jahr 2022 stammt fast ein Drittel aller Importe aus China.
88. Die weiterhin steigenden Import- und Erzeugerkosten, vor allem im Holzmarkt, wirken sich negativ auf die Gewinnmarge aus, welche voraussichtlich bis 2027 auf einem Niveau von unter 5 % bleiben wird.

¹⁷ Vgl. IBIS (2022) – Bau von Musikinstrumenten, S. 14.

89. Als Wachstumspotenzial wird in den kommenden fünf Jahren die erwarteten zunehmenden Staatsausgaben im Bereich der Erwachsenenbildung angesehen. Auch eine positive gesamtwirtschaftliche Entwicklung hat voraussichtlich eine steigende Nachfrage der privaten Haushalte nach Musikinstrumenten zur Folge.

4. Bewertungstichtag

90. Der für die Ermittlung der angemessenen Abfindung maßgebliche rechtliche Bewertungstichtag ergibt sich unmittelbar aus dem Gesetz. Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG sind die Verhältnisse der abhängigen bzw. beherrschten Gesellschaft¹⁸ im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen.
91. Die Beschlussfassung über das Squeeze-out Verlangen des Hauptaktionärs ist für die auf den 11. März 2024 einzuberufende Hauptversammlung der Bechstein vorgesehen. Maßgeblicher rechtlicher Bewertungstichtag ist damit der 11. März 2024. Der Bewertungsgutachter hat zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Bechstein die prognostizierten Ausschüttungen mit dem Diskontierungszinssatz auf den technischen Bewertungstichtag 31. Dezember 2022 diskontiert und dann auf den 11. März 2024 aufgezinst.
92. Eine Aufzinsung über einen Zeitraum von mehr als einem Jahr führt im vorliegenden Fall zu keinem anderen Ergebnis gegenüber der Ermittlung auf den technischen Bewertungstichtag 31. Dezember 2023 und anschließender Aufzinsung auf den rechtlichen Bewertungstichtag im Jahr 2024.

¹⁸ Bechstein.

5. Bewertungsmethode

93. Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der Bechstein nach der im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertmethode ermittelt. Der Zukunftserfolgswert – und somit auch das Ertragswertverfahren als eine mögliche Vorgehensweise zu dessen Ermittlung – ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer in Deutschland die maßgebliche und anerkannte Methode zur Wertermittlung von Unternehmen, bei denen der Fortführungswert den Liquidationswert übersteigt. Auch in der Rechtsprechung ist das Ertragswertverfahren als übliche Praxis anerkannt. Eine alternative Bewertung nach der DCF-Methode konnte daher entfallen. Gleichwohl haben wir den Unternehmenswert parallel auch nach der DCF-Methode ermittelt und kommen zu demselben Ergebnis.
94. Der Bewertungsgutachter hat den Ertragswert der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierten Unternehmenswert, also unter Gesichtspunkten eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Hierbei wird von einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische Einflüsse ausüben kann.
95. Die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist gemäß Vorgaben des IDW S 1 so vorzunehmen, dass Verbundeffekte, die sich erst in Folge der Strukturmaßnahme ergeben könnten („echte Synergieeffekte“), außer Betracht gelassen werden, während Verbundeffekte, die sich auch ohne diese Maßnahme realisieren lassen und die Bestandteil des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sind („unechte Synergieeffekte“), zu berücksichtigen sind. Rechtsgeschäfte zwischen der Kosmos und der Bechstein liegen gemäß des geprüften Abhängigkeitsberichts 2022 nicht vor. Potentiell bestehende Synergiepotentiale mit der Kosmos als Mehrheitsaktionär oder deren unmittelbaren und mittelbaren Gesellschaftern sind nicht erkennbar.
96. Eine darüber hinausgehende Berücksichtigung weiterer Synergieeffekte wurde vor diesem Hintergrund durch den Bewertungsgutachter nicht vorgenommen. Wir erachten die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters als sachgerecht.
97. Da die Aktien der Bechstein nicht börsennotiert sind, kann der Börsenkurs als mögliche Untergrenze der Abfindung nach der Rechtsprechung des BVerfG nicht berücksichtigt werden.¹⁹

¹⁹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.

98. Der Bewertungsgutachter hat im vorliegenden Fall auf eine Ableitung des Liquidationswerts verzichtet, was mit der Absicht, die Gesellschaft unbefristet fortzuführen, und der Annahme, wonach der Liquidationswert den Ertragswert der Gesellschaft aufgrund der zu erwartenden Kosten einer Liquidation nicht übersteigt und somit nicht als maßgeblich einzustufen ist, begründet wurde.²⁰
99. Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der fundamentalanalytischen Unternehmensbewertung auf Basis der Ertragswertmethode hat der Bewertungsgutachter eine vergleichende Marktbewertung mit Börsen-Multiplikatoren²¹ vorgenommen. Wir haben seine dazu vorgenommenen Erhebungen und Berechnungen nachvollzogen und eigene Plausibilisierungsanalysen vorgenommen.
100. Der Gesetzgeber fordert keine explizite Bewertungsmethode, so dass grundsätzlich Methodenfreiheit besteht. Im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird regelmäßig – wie im vorliegenden Fall – auf das Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1 abgestellt. Andere Bewertungsverfahren, wie die Multiplikatormethode, erfassen nicht sämtliche zu erwartende Zahlungsströme oder sind entsprechend anzupassen. Wir erachten vor diesem Hintergrund den vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Rückgriff auf das allgemein anerkannte Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung der vorgenommenen Plausibilisierungsanalysen als sachgerecht.
101. Im Ergebnis erachten wir die Anwendung der Ertragswertmethode zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Bechstein als Basis der Ableitung der Barabfindung für angemessen.

²⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 36.

²¹ Sog. Trading-Multiplikatoren.

6. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen

a) Planungsprozess

102. Die Planung der Bechstein umfasste bislang eine Planung der Gewinn- und Verlustrechnung für das folgende Jahr und wurde auf Basis der aktuellen Novemberzahlen in der letzten Aufsichtsratssitzung des Jahres verabschiedet. Eine Bilanzplanung wurde üblicherweise nicht erstellt.
103. Aufgrund des Einbruchs des Geschäfts im Jahr 2023 hat die Gesellschaft ihren Planungsprozess in 2023 erstmalig angepasst und eine Mehrjahresplanung erstellt. Diese umfasst nun eine Detailplanung für zwei Geschäftsjahre sowie eine Planungsfortschreibung über fünf Jahre auf Konzernebene, anhand derer die erwartete Markterholung sowie die Fertigstellung neuer Produktionshallen in Seifhennersdorf planerisch abgebildet werden kann. Diese Mehrjahresplanung beinhaltet sowohl eine Planung der Gewinn- und Verlustrechnung als auch eine Bilanzplanung.
104. Grundsätzlich wird die Planung auf Ebene der wesentlichen Einzelgesellschaften erstellt und auf Gruppenebene konsolidiert. Davon abweichend erfolgt die Planung der sonstigen betrieblichen Erträge, der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, der Abschreibungen und Investitionen sowie die Bilanzplanung auf Gruppenebene. Unwesentliche Gesellschaften, vor allem Vermietungs- und Holdinggesellschaften, werden nicht in die Planung einbezogen.
105. Neben den in der Planung berücksichtigten Gesellschaften hat der Bewertungsgutachter eine Gesellschaft mit geringfügigem operativem Geschäft sowie eine nicht-betriebsnotwendige Immobilie als Sonderwert berücksichtigt.
106. Die vorliegende Planung wurde am 15. Januar 2024 vom Vorstand beschlossen und am 17. Januar 2024 durch den Aufsichtsrat verabschiedet.
107. Wir haben die Planungssystematik nachvollzogen und sehen keine Hinweise, dass die Planungsrechnung nicht für Zwecke der Unternehmensbewertung herangezogen werden sollte.

b) Vergangenheitsanalyse

108. Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für Plausibilitätsüberlegungen. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit den Geschäftsjahren der betrachteten Vergangenheit herzustellen, ist es in der Bewertungspraxis üblich, die Ergebnisse der Vergangenheit in Bezug auf Sachverhalte mit einmaligem bzw. nicht wiederkehrendem Charakter sowie auf außerordentliche oder periodenfremde Posten zu analysieren. Ferner dienen diese Analysen der Erklärung von Planüber- oder -unterschreitungen durch nicht planbare Sondersachverhalte.
109. Ergänzend sind sog. Pro-Forma-Anpassungen sinnvoll, wenn sich das Bewertungsobjekt in Folge von Umstrukturierungen, Akquisitionen oder Veräußerungen von Unternehmen oder Geschäftsbereichen im Vergleich zur betrachteten Vergangenheit wesentlich geändert hat. Derartige Anpassungen waren für Bechstein nicht erforderlich.
110. Anhand der vorgelegten Geschäftsberichte, Prüfungsberichte sowie ergänzender Aufstellungen und Informationen des Bewertungsgutachters haben wir folgende Sachverhalte identifiziert, die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse aus Gründen der Vergleichbarkeit zur Planung bereinigt werden sollten:
- Spenden
 - Gewinne / Verluste aus Währungskursveränderungen
 - Subventionen und Zuschüsse
 - Erträge aus der Auflösung von Einzelwertberichtigungen
 - Erlöse aus der Vermietung von Parkflächen in Japan
 - Abschreibungen auf das ERP-System in 2021.
111. Der Bewertungsgutachter hat die genannten Sachverhalte im Rahmen der Vergangenheitsanalyse betrachtet und entsprechende Bereinigungen vorgenommen.²² Für das Jahr 2023 wurden keine zu bereinigenden Sachverhalte festgestellt.

²² Vgl. Bewertungsgutachten, S. 65f.

112. Zusammenfassend lassen sich damit die folgenden Bereinigungen ableiten:

BECHSTEIN - BEREINIGUNGEN DER GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN				
in € 000	2020	2021	2022	2023 HR
EBIT gem. Jahresabschluss / Hochrechnung	4.734	3.277	260	-7.363
Spenden	1.219	1.551	2.572	
Gewinne aus Wechselkursveränderungen	-554	-367	-517	
Verluste aus Wechselkursveränderungen	646	367	383	
Subventionen und Zuschüsse	-365	-30	-70	
Erträge aus der Auflösung von Einzelwertberichtigungen	-172	-45	-20	
Parkerträge Japan	0	0	14	
Abschreibungen	0	1.885	0	
Bereinigtes EBIT	5.508	6.639	2.622	-7.363

113. Die Spenden betreffen Sach- und Geldspenden an Schulen und die Kronberg Akademie und wurden weitgehend zur Markenstärkung getätigt. Da die Spenden in 2023 ersatzlos entfallen sind und auch in der Planung nicht angesetzt wurden, wurden diese in der Vergangenheit bereinigt. Wechselkursgewinne/-verluste gehören zwar grundsätzlich zum Geschäft von Bechstein und werden voraussichtlich auch in Zukunft anfallen, deren Höhe und ob diese Sachverhalte zu Gewinnen oder Verlusten führen ist jedoch unklar. Subventionen und Zuschüsse betreffen primär das Jahr 2020 und sind in der Planung nicht enthalten. Zur besseren Vergleichbarkeit der Vergangenheit mit der Planung wurden diese ebenfalls bereinigt. Gleiches gilt für Erträge aus der Auflösung von Einzelwertberichtigungen, die vor dem Betrachtungszeitraum gebildet wurden, sowie Erträge aus der Vermietung von Parkflächen in Japan, die aus den Finanzerträgen in die sonstigen betrieblichen Erträge umgliedert wurden. Im Jahr 2021 erfolgte innerhalb der immateriellen Vermögensgegenstände eine außerordentliche Abschreibung des ERP-Systems.
114. Für das Geschäftsjahr 2023 sind keine Bereinigungen erforderlich. Uns wurde erläutert, dass im Jahr 2023 aufgrund der Ertragslage keine Fortsetzung der Spendenpraxis erfolgte und auch darüber hinaus keine zu bereinigenden Aufwendungen oder Erträge mit wesentlicher Auswirkung auf die Ertragslage in 2023 bekannt sind.
115. Eine Überprüfung der Werthaltigkeit der Vorräte (verlustfreie Vorratsbewertung ausgehend von den erwarteten Absatzpreisen unter Berücksichtigung noch zuzurechnender Kosten) hat zum 31. Dezember 2023 auskunftsgemäß nicht stattgefunden, sondern wird erst im Rahmen der Erstellung des Jahresabschlusses 2023 erfolgen. Durch eine etwaige Abwertung von Vorratsvermögen im Jahresabschluss 2023 kann es zu einer mit der Ergebnisbelastung in 2023 korrespondierenden Ergebniserhöhung im Folgejahr kommen, die jedoch keinen Einfluss auf die operativen Cash Flows hat und insofern nicht wertrelevant ist.

116. Wir halten die durch den Bewertungsgutachter vorgenommenen Bereinigungen für angemessen. Auf Basis unserer eigenen Analysen ergeben sich keine Abweichungen zu den vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Vergangenheitsanpassungen.
117. Die Ertragslage nach Berücksichtigung der Bereinigungen ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

BECHSTEIN - BEREINIGTE GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN				
in € 000	2020	2021	2022	2023 HR
Umsatzerlöse	65.772	87.561	81.939	62.968
Bestandserhöhung	3.939	1.144	3.949	4.928
Andere aktivierte Eigenleistungen	4.311	4.728	5.105	3.511
Gesamtleistung	74.023	93.433	90.993	71.407
Materialaufw and	-32.252	-40.664	-36.582	-25.956
Rohertrag	41.771	52.769	54.411	45.451
Personalaufw and	-20.735	-24.021	-26.638	-27.221
Sonstige betriebliche Erträge	2.100	1.365	978	924
Sonstige betriebliche Aufw endungen	-12.800	-18.141	-19.219	-19.983
Sonstige Steuern	-53	-91	-50	-29
EBITDA	10.283	11.881	9.482	-857
Abschreibungen	-4.776	-5.243	-6.859	-6.506
EBIT	5.508	6.639	2.622	-7.363

Quelle: Prüfungsberichte 2021 und 2022, Hochrechnung 2023, Bereinigungen

118. Neben der Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse hat der Bewertungsgutachter eine Analyse der Planungstreue in Bezug auf die Umsatzerlöse und das EBIT vorgenommen.²³
119. Die durch den Bewertungsgutachter festgestellten Planabweichungen sind insbesondere auf die Auswirkungen der Corona-Pandemie sowie den Ausbruch des Ukraine-Krieges zurückzuführen. Hinzu kommen Umsatz- und Ertragseffekte aus organischem sowie anorganischem Wachstum (bspw. Erwerbe der Feurich Pianoforte GmbH und der Piano-Salon Kirsten GmbH), die in der jeweiligen Planung nicht berücksichtigt waren.
120. Wir haben die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters nachvollzogen und konnten keine Hinweise identifizieren, die zu einer systematischen Verzerrung der Planungsergebnisse führen würden. Im Ergebnis erachten wir die Planung als sachgerechte Grundlage für Zwecke der hier durchgeführten Unternehmensbewertung der Bechstein.

²³ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 67f.

c) **Planungsrechnung des operativen Ergebnisses**

121. Die Planungsrechnung der Bechstein ist im Folgenden dargestellt:

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN								
T€	2024 PLAN	2025 PLAN	2026 PLAN	2027 PLAN	2028 PLAN	2029 PLAN	2030 PLAN	Phase II
Umsatzerlöse	64.912	76.423	87.494	97.329	105.109	110.098	111.749	113.426
Bestandsveränderungen	-10.610	-3.479	4.104	3.645	2.884	1.849	612	621
aktivierte Eigenleistungen	4.000	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.568
Summe Umsatzerlöse	58.301	77.444	96.098	105.474	112.492	116.447	116.861	118.614
Materialaufwand	-21.133	-31.179	-40.144	-44.150	-47.100	-48.692	-48.726	-49.457
Rohertrag	37.169	46.265	55.954	61.324	65.392	67.755	68.135	69.157
Personalaufwand	-21.651	-24.220	-25.609	-26.361	-26.966	-27.401	-27.653	-28.067
Sonstige betr. Erträge	1.007	1.022	1.038	1.053	1.069	1.085	1.101	1.118
Sonstige betr. Aufwendungen	-16.739	-17.803	-18.759	-19.571	-20.204	-20.630	-20.831	-21.144
EBITDA	-214	5.265	12.624	16.445	19.292	20.810	20.753	21.064
Abschreibungen	-7.430	-7.269	-6.982	-7.195	-7.965	-7.976	-3.164	-3.211
EBIT	-7.644	-2.005	5.642	9.250	11.327	12.834	17.589	17.853
Finanzergebnis	-2.797	-2.855	-2.893	-2.971	-2.892	-2.590	-2.215	-2.035
EBT	-10.441	-4.860	2.749	6.279	8.435	10.245	15.373	15.818

Quelle: Unternehmensinformationen

122. Die **Umsatzerlöse** im Geschäftsjahr 2024 werden auf dem Niveau des Vorjahres erwartet und liegen erwartungsgemäß weiterhin deutlich unter dem Niveau der vergangenen Jahre. Für die Jahre 2025ff. wird eine deutliche Erholung der Umsätze erwartet. Insbesondere der Absatz über den Musikfachhandel wird ab 2025 plangemäß wieder positiv zur Umsatzentwicklung beitragen, wenn die gegenwärtig hohen Lagerbestände abverkauft wurden. Lediglich für die Umsatzerlöse in China wird nicht erwartet, dass das hohe Niveau der vergangenen Jahre wieder erreicht wird.
123. Die geplante **Bestandsveränderung** im Jahr 2024 spiegelt den Abverkauf der Lagerbestände an fertigen sowie unfertigen Erzeugnissen wider, die sich insbesondere in den Jahren 2022 und 2023 aufgebaut haben. Unterstützt wird der beabsichtigte Abverkauf durch zusätzliche Rabattierungen insbesondere auf ältere Modelle. Bis zum Jahr 2026 sollen die Lagerbestände auf ein Normalniveau sinken. Entsprechend des geplanten Umsatzwachstums steigen die Lagerbestände in den Geschäftsjahren ab 2025 wieder an.
124. Bei den **aktivierten Eigenleistungen** handelt es sich um Instrumente aus eigener Fertigung, welche im Wesentlichen für die Vermietung genutzt werden.

125. Der **Materialaufwand** ist abhängig von der Menge der abgesetzten Instrumente sowie dem jeweiligen Umsatzmix hinsichtlich der Umsatzkanäle und Instrumententypen. Für das Geschäftsjahr 2024 wird aufgrund des geplanten Abbaus von Lagerbeständen von einem weiteren Rückgang der Materialaufwendungen ausgegangen. In den Jahren ab 2025 wird ein Anstieg des Materialaufwands entsprechend der Entwicklung der Umsatzerlöse geplant. Die Materialaufwandsquote wird ab dem Geschäftsjahr 2026 bei rund 42 % erwartet und liegt somit innerhalb der auch in der Vergangenheit beobachtbaren Bandbreiten.²⁴
126. Die kurzfristig geplante Reduzierung der Produktion in Verbindung mit der erwarteten Fortführung der Kurzarbeit in Seifhennersdorf sowie einem weiteren Personalabbau in Hradec Králové führen zu einem deutlichen Rückgang der für 2024 prognostizierten **Personalaufwendungen**. Erst ab dem Geschäftsjahr 2026 wird ein erneuter Aufbau der Belegschaft erwartet. Die Personalaufwandsquote sinkt vor diesem Hintergrund auf 24 % bis zum Ende des Planungszeitraums.
127. Die **sonstigen betrieblichen Erlöse** enthalten im Wesentlichen Erträge aus Sachbezügen und Vermietung von Parkflächen der japanischen Tochtergesellschaft. Die Gesellschaft erwartet, die um Sondereinflüsse bereinigten sonstigen betrieblichen Erträge des Jahres 2022 auch in Zukunft in ähnlicher Größenordnung erzielen zu können. Die weitere geplante Entwicklung dieses Postens folgt der allgemein erwarteten Wachstumsrate in Höhe von 1,5 %.²⁵
128. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** bestehen im Wesentlichen aus Vertriebs-, Verwaltungs- und marketingbezogenen Ausgaben. Durch weitere Maßnahmen zur Stabilisierung des Ergebnisses in der gegenwärtigen Absatzkrise, insbesondere durch die Reduzierung von marketingbezogenen Ausgaben und Spenden, sinken die prognostizierten sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2024. Hinzu kommen Nebeneffekte der Kurzarbeit, etwa durch verringerte Energiekosten und Verwaltungsaufwendungen.
129. Da die Gesellschaft nicht plant, ihre Ausgaben in diesem Bereich grundlegend zu erhöhen, wurden die sonstigen betrieblichen Aufwendungen ab dem Jahr 2025 mit den jeweils erwarteten Kostensteigerungen fortgeschrieben. Für eine weitere Analyse dieser Entwicklung verweisen wir auf das Bewertungsgutachten.²⁶

²⁴ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 77.

²⁵ Vgl. Abschnitt C.III.7c).

²⁶ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 57, 80.

130. Die Höhe der **Abschreibungen** resultiert aus den in den vergangenen Jahren bereits getätigten sowie für die kommenden Jahre geplanten Investitionen und der wirtschaftlichen Nutzungsdauer der jeweiligen Anlagegüter. Ab dem Jahr 2030 wird die Abschreibung annuitätisch auf Basis der nachhaltigen geplanten Ersatzinvestitionen ermittelt und liegt deutlich unterhalb des Niveaus der Vorjahre.
131. Auf Basis der vorgenannten Effekte verschlechtert sich das **operative Ergebnis (EBIT)** für das Planjahr 2024 zunächst weiter, steigt in den folgenden Jahren wieder kontinuierlich an. Bereits ab dem Jahr 2026 erwartet die Gesellschaft wieder ein positives operatives Ergebnis.
132. Die **EBIT-Marge** steigt dabei kontinuierlich von gegenwärtig -11,8 % bis auf 11,7 % im Geschäftsjahr 2029. Dabei erwartet die Gesellschaft, ab dem Geschäftsjahr 2027 die Profitabilität der Vergangenheit zu übertreffen. Langfristig erwartet die Gesellschaft eine EBIT-Marge von 15,7 %.
133. Das **Finanzergebnis** wurde auf Basis einer integrierten Finanzbedarfsrechnung sowie der bestehenden Finanzierungsbedingungen durch den Bewertungsgutachter ermittelt. Auf Basis des geplanten Finanzbedarfs steigen die Zinsaufwendungen, bis annahmegemäß im Jahr 2028 mit der Rückführung der Verbindlichkeiten begonnen wird. Für weitere Details verweisen wir auf das Bewertungsgutachten.²⁷

Die **Unternehmenssteuern** wurden im Rahmen der Bewertung unter Berücksichtigung des durch den Bewertungsgutachter neu ermittelten Finanzergebnisses und unter Berücksichtigung der bestehenden und noch geplanten Verlustvorträge neu berechnet.

²⁷ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 84.

d) Plausibilisierung der operativen Planung mit den Vergleichsunternehmen

134. Der Bewertungsgutachter hat zur Plausibilisierung der Planung einen Vergleich mit Kennzahlen der von ihm identifizierten erweiterten Peer-Group (5 Unternehmen) vorgenommen. Hierzu wurde auf historische Finanzzahlen und, soweit vorhanden, auf die Konsensusschätzungen der Analysten für die Vergleichsunternehmen (Peer Group) zurückgegriffen, die durch den Kapitalmarktinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence (S&P Capital IQ) zur Verfügung gestellt und im Rahmen der Vergleichsanalyse weiterverarbeitet wurden.
135. Im Rahmen der Analyse hat der Bewertungsgutachter das erwartete Umsatzwachstum sowie die erwartete Entwicklung der EBIT-Margen der Peer Group analysiert und mit der prognostizierten Entwicklung der entsprechenden Größen von Bechstein verglichen.
136. In der Vergangenheit (Geschäftsjahre 2020 und 2021) lag das Umsatzwachstum der Bechstein im oberen Bereich der Bandbreite der von der Peer Group erzielten Umsatzwachstumsraten. Der Umsatzrückgang der Bechstein in den Jahren 2022 und 2023 steht im Einklang mit der Entwicklung der Wettbewerber, war jedoch stärker ausgeprägt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Wettbewerber die deutlichen Umsatzeinbußen auf dem Markt für Klaviere und Pianos durch ihre breiteren Produktportfolios teilweise ausgleichen konnten.
137. Ab dem Planjahr 2024 werden Wachstumsraten oberhalb der Wettbewerber geplant, die sich langfristig (ab 2030) dem Niveau der Wettbewerber annähern sollen.
138. Aufgrund des deutlichen Umsatzrückgangs im Jahr 2023 (Hochrechnung) und den mittelfristig oberhalb des Peer Group-Umsatzwachstums erwarteten Wachstumsraten sehen wir die mittelfristige Umsatzplanung – auch unter Berücksichtigung gewisser Aufholeffekte – als ambitioniert an.
139. Die EBIT-Marge der Bechstein lag in den Geschäftsjahren 2020 und 2021 innerhalb der durch die Peer Group aufgeschlagenen Bandbreite der EBIT-Margen. In den Jahren 2022 und 2023 (Hochrechnung) liegt diese deutlich unterhalb des Mittelwerts der von den Wettbewerbern erzielten EBIT-Margen. In den folgenden Planjahren 2024ff. wird eine kontinuierliche Verbesserung der EBIT-Margen erwartet. Ab dem Geschäftsjahr 2030ff. wird eine EBIT-Marge prognostiziert, die deutlich oberhalb der in der Vergangenheit erreichten Werte sowie im oberen Bereich der durchschnittlich erwarteten EBIT-Margen der Wettbewerber liegt.

Die deutlich positiv geplante Entwicklung der EBIT-Marge ist daher im Vergleich mit der Peer Group und auch in Bezug auf die bisher in der Vergangenheit erzielten EBIT-Margen als ambitioniert, aber als grundsätzlich erreichbar anzusehen.

140. Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters in Bezug auf die Umsatzwachstumsraten und die EBIT-Margen inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und erachten sie als sachgerecht.
141. Auf Basis des vorgenommenen Vergleichs der erwarteten Umsatz- und Margenentwicklung der Bechstein mit der prognostizierten Entwicklung der entsprechenden Größen der Gruppe von Vergleichsunternehmen erachten wir die Planung ab 2026 als ambitioniert und insbesondere ab 2030 als optimistisch, aber weiterhin als plausibel.

e) Nachhaltiges operatives Ergebnis

142. Der Bewertungsgutachter hat zur Ableitung des nachhaltigen operativen Ergebnisses (EBIT) die künftige Ertragskraft der Bechstein bei angenommener unendlicher Fortführung abgeschätzt.
143. Entsprechend seiner Analysen und im Rahmen der Bewertungstätigkeit gewonnenen Erkenntnisse stellt der Bewertungsgutachter fest, dass das Umsatzniveau sowie die Profitabilität der Bechstein im Planjahr 2030 einen eingeschwungenen Zustand widerspiegelt und somit keine Anpassungen zum Übergang in die ewige Rente erforderlich sind. Das nach Eintritt des eingeschwungenen Zustands erwartete nachhaltige Umsatz- und Ergebniswachstum hat der Bewertungsgutachter mit 1,5 % angesetzt.²⁸
144. Die nachhaltig zum Erhalt dieses Umsatzniveaus erforderlichen Investitionen wurden auf Basis der fortgeschriebenen Bilanz sowie unter Berücksichtigung einer annuitätischen Ersatzinvestition am Standort Seifhennersdorf unter Berücksichtigung der fortentwickelten historischen Baukosten ermittelt.
145. Wir haben die Annahmen zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisniveaus mit den Verantwortlichen des Bewertungsgutachters diskutiert. Das in der Unternehmensbewertung angesetzte langfristig unterstellte Ergebniswachstum haben wir in Abschnitt C. III.7.d) gewürdigt.

²⁸ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 46.

f) Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer

fa) Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlicher Ertragsteuer

146. Wir haben die Herleitung der Nettoausschüttungen nach persönlichen Steuern im Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters nachvollzogen und im Rahmen unseres eigenen Bewertungsmodells plausibilisiert.
147. Die Herleitung ist im Bewertungsgutachten nachvollziehbar dargestellt.²⁹ Wir erachten die Ableitung als sachgerecht.

fb) Finanzergebnis, Unternehmenssteuern und Minderheitenanteile

148. Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis auf Basis einer integrierten Fortschreibung der Bilanz- und Finanzplanung zum 31. Dezember 2023 unter Berücksichtigung der geplanten Ausschüttungen und Investitionen sowie Veränderungen des Nettoumlaufvermögens und der Rückstellungen abgeleitet. Das Zinsergebnis umfasst Zinsaufwendungen für zinstragende Verbindlichkeiten sowie Zinserträge aus liquiden Mitteln.³⁰
149. Die Unternehmenssteuern wurden auf Basis des Ergebnisses vor Steuern unter Berücksichtigung der Gewerbe- und Körperschaftsteuer und des Solidaritätszuschlags sowie der ausländischen Unternehmenssteuern ermittelt. Dabei wurden die zum 31. Dezember 2022 bestehenden sowie die künftig erwarteten Verlustvorträge und deren geplanten Nutzung im Detailplanungszeitraum berücksichtigt.³¹
150. Wir haben die Ermittlung der Unternehmenssteuern inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie unter Berücksichtigung der vorgenommenen Vereinfachungen in Bezug auf die Allokation auf die jeweiligen Gesellschaften als nachvollziehbar und angemessen abgeleitet.

²⁹ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 91.

³⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 84.

³¹ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 84.

fc) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuer

151. Grundsätzlich ist bei der Bestimmung der Ausschüttungen im Planungszeitraum primär auf die Unternehmensplanung zurückzugreifen und erst für die ewige Rente ein zur Anlage in ein Aktienportfolio äquivalentes Ausschüttungsverhalten anzunehmen.
152. Der Bewertungsgutachter hat im Rahmen seiner Wertermittlung im Detailplanungszeitraum aufgrund der langjährigen Praxis der Gesellschaft keine Ausschüttungen geplant.
153. Die von der Gesellschaft erwartete nachhaltige Ausschüttungsquote orientiert sich an durchschnittlich am Markt beobachtbaren Werten und wurde von BDO mit 50 % des geplanten zu kapitalisierenden Ergebnisses angesetzt. Dies entspricht einer Ausschüttungsquote in Bezug auf den erwarteten Jahresüberschuss in Höhe von rd. 43,5 %. Nach unserer Analyse liegt der Wert der Ausschüttungshöhe im Rahmen der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der von uns betrachteten Peer Group.
154. Für die steuerliche Behandlung auf Ebene der Anteilseigner unterscheidet der Bewertungsgutachter zwischen dem Wertbeitrag aus Ausschüttung („Ausschüttung“) und einem Wertbeitrag aus Thesaurierung. Bei der Ableitung der persönlichen Einkommensteuer auf den Wertbeitrag aus Ausschüttung wurde der Einkommensteuersatz auf Dividenden einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe von 26,375 % (Abgeltungsteuer) angewandt.³²
155. Hinsichtlich des Wertbeitrags aus Thesaurierung hat der Bewertungsgutachter unterstellt, dass dieser den Aktionären unter Berücksichtigung der steuerlichen Konsequenzen auf Ebene der Anteilseigner unmittelbar zufließt. Der Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde daher um die typisierte Einkommensteuer auf Veräußerungsgewinne und auf die inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerung gekürzt. Dabei hat der Bewertungsgutachter den halben Abgeltungssteuersatz einschließlich Solidaritätszuschlag von zusammen 13,1875 % angesetzt.³³

³² Vgl. Bewertungsgutachten, S. 92.

³³ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 92.

156. In der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums einen Thesaurierungsbetrag von rd. 1,25 Mio. € als erforderlich angesehen. Dies berücksichtigt ein Wachstum des wirtschaftlichen Eigenkapitals zum 31. Dezember 2030 in Höhe der nachhaltig angesetzten Wachstumsrate. Da das nachhaltige Wachstum nur durch Investitionen i. w. S. (einschließlich Working Capital-Veränderungen etc.) und die damit einhergehende Finanzierung erzielt werden kann, halten wir diese Vorgehensweise für sachgerecht.
157. Die vom Bewertungsgutachter getroffenen Annahmen und die gewählte Vorgehensweise zur Bestimmung der Ausschüttungen und der Berücksichtigung persönlicher Steuern sind nach unseren Feststellungen im Ergebnis angemessen.

7. Kapitalisierungszinssatz

159. Der Ertragswert eines Unternehmens wird durch Diskontierung der geplanten zukünftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage. Der Zahlungsstrom der Alternativenanlage soll dabei hinsichtlich der zeitlichen Struktur, des Risikos und der Besteuerung vergleichbar sein mit dem Zahlungsstrom, der den Anteilseignern des zu bewertenden Unternehmens zusteht.
160. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.³⁴ Die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes erfolgt gemäß folgender Formel:

$$r_{EK} = r_f + (r_M \times \beta_{EK})$$

r_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

r_f = risikofreier Zinssatz (Basiszinssatz)

r_M = Marktrisikoprämie

β_{EK} = Betafaktor des EK (unter Berücksichtigung der Verschuldung)

161. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Effekte zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz in aller Regel um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).

³⁴ Vgl. IDW S 1, Tz. 114 f. und Tz. 92.

a) Basiszinssatz

162. Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen.
163. Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand.³⁵ Als Datenbasis kann dabei auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten zurückgegriffen werden. Dabei handelt es sich um Schätzwerte nach der Svensson-Methode, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen (Bundesanleihen, Bundesobligationen etc.) ermittelt werden. Die so ermittelte Zinsstrukturkurve bildet laufzeitäquivalente Basiszinssätze (sog. Spot-Rates) ab. Diese lassen sich finanzmathematisch in einen barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatz überführen.
164. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler empfiehlt der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB), nicht die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobondrenditen, sondern periodenspezifische Durchschnittsrenditen aus den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten zu verwenden.³⁶ Alternativ ist auch ein Abstellen auf den Bewertungsstichtag möglich. Weiterhin empfiehlt der FAUB, für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze im Regelfall den für eine Restlaufzeit von 30 Jahren ermittelten Zinssatz als nachhaltigen Schätzwert anzusetzen sowie den einheitlichen Basiszinssatz auf ¼ Prozentpunkte zu runden.³⁷ Diese Vorgehensweise ist in der Rechtsprechung anerkannt.³⁸ Die vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds empfohlene Vorgehensweise des FAUB, bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Basiszinssatz von weniger als 1,0% nicht auf Viertelprozentpunkte, sondern auf Zehntel-Prozentpunkte zu runden, ist im vorliegenden Fall nicht einschlägig.³⁹

³⁵ Vgl. IDW S 1, Tz. 116.

³⁶ Vgl. FN-IDW 2008, S. 491; zustimmend zur Durchschnittsbildung für viele z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016, I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. Juli 2016, 21 W 21/14, <https://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/bshe/document/LARE190018674> (Abruf zuletzt, 30. November 2021).

³⁷ Vgl. FAUB, FN-IDW 2008, S. 490 f.

³⁸ Z.B. OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

³⁹ Vgl. IDW Life 2016, S. 731 f.

165. Der Bewertungsgutachter legt der Ermittlung des Basiszinssatzes die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Schätzungen der täglichen Zinsstrukturkurven für einen Dreimonatszeitraum vom 13. Oktober 2023 bis zum 12. Januar 2024 zugrunde. Auf dieser Basis wurden für hypothetische Zerobonds mit Restlaufzeiten von bis zu 30 Jahren Zinssätze geschätzt. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung wurden die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert fortgeschrieben.
166. Der Bewertungsgutachter hat einen barwertäquivalenten, einheitlichen Basiszinssatz vor Ertragsteuern für alle Planjahre auf volle ¼-Prozentpunkte gerundet und in Höhe von 2,50 % hergeleitet. Dieser gerundete Basiszinssatz vor Ertragsteuern wurde mit einer typisierten persönlichen Ertragssteuerbelastung (Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag) in Höhe von 26,375 % in eine Nachsteuergröße von gerundet 1,84 % umgerechnet.⁴⁰
167. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes nachvollzogen und uns von der rechnerischen Richtigkeit überzeugt.
168. Bei der Überprüfung, ob die Abfindung zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 11. März 2024 mindestens dem anteiligen Unternehmenswert entspricht, wird zu berücksichtigen sein, dass der Basiszinssatz nach der vom FAUB empfohlenen Methode grundsätzlich unter Berücksichtigung des dann zurückliegenden Drei-Monats-Zeitraums neu zu bestimmen wäre. Eine Änderung des Unternehmenswerts muss damit nicht zwangsläufig verbunden sein, da Auswirkungen auf die übrigen Bewertungsparameter gleichermaßen zu überprüfen wären.
169. Der bei der Bewertung der Bechstein angesetzte Basiszinssatz in Höhe von 2,50 % vor bzw. 1,84 % nach Abzug der typisierten Ertragssteuerbelastung wurde zutreffend ermittelt.

⁴⁰ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 93.

b) Risikozuschlag

ba) Anwendung des Tax-CAPM

170. Der Risikozuschlag dient der Abgeltung des bei einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens in Kauf zu nehmenden Risikos. Dabei ist von der Annahme auszugehen, dass Marktteilnehmer zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion).⁴¹ Diese Risikoaversion kann durch einen Abschlag von den erwarteten Überschüssen (Sicherheitsäquivalenzmethode) oder durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden.⁴² Beide Methoden sind in einander überführbar. In der Praxis wird die Risikoaversion jedoch nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt.⁴³
171. Im Rahmen objektiver Bewertungen eignen sich Kapitalmarktmodelle wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und das darauf aufbauende Tax-CAPM zur Ableitung des Risikozuschlags, weil diese Kapitalmarktmodelle Risikoprämien indirekt aus beobachtbaren Kapitalmarktpreisen ableiten.⁴⁴ Die sich auf dem Kapitalmarkt bildenden Preise sind Resultate der Handlungen der Anleger. Wertpapierpreise reflektieren insoweit auch die Risikopräferenzen der Anleger, als die Anleger sich bewusst und frei für den Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere entscheiden. Diese Marktbewertung der Risiken von Aktien durch rationale und risikoscheue Anleger wird durch das CAPM und das Tax-CAPM modelltheoretisch abgebildet. Nach dem CAPM bzw. Tax-CAPM wird die Höhe des Risikozuschlags als Produkt der Modellparameter Markttrisikoprämie und Betafaktor ermittelt.

⁴¹ Vgl. IDW S 1, Tz. 88.

⁴² Vgl. IDW S 1, Tz. 89.

⁴³ Vgl. IDW S 1, Tz. 90.

⁴⁴ Vgl. IDW S 1, Tz. 92, 118.

172. Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Da Aktienrenditen und Risikoprämien jedoch grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert.⁴⁵ Die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen wird direkt in der Bewertungsgleichung des Tax-CAPM erfasst, indem Basiszinssatz und Marktrisikoprämie mit den jeweils relevanten Steuersätzen belastet werden. Das Tax-CAPM liefert für die Quantifizierung eines angemessenen Risikozuschlags einen nachvollziehbaren, objektivierenden Erklärungskontext. Nicht zuletzt deshalb ist das CAPM trotz aller Kritik weiterhin das in der Bewertungspraxis präferierte Modell für die Ableitung des Risikozuschlags. Diese Auffassung wird in der jüngeren Rechtsprechung ganz überwiegend geteilt.⁴⁶
173. Die Anwendung des Tax-CAPM durch den Bewertungsgutachter ist daher sachgerecht.

bb) Marktrisikoprämie

174. Die Marktrisikoprämie ist die durchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere. Der Aktienmarkt kann dabei durch einen breiten Aktienindex, wie zum Beispiel den CDAX oder den MSCI World Index, abgebildet werden. Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und der auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern, die mittels des unternehmensindividuellen Betafaktors zu einer unternehmensindividuellen Risikoprämie transformiert wird, zusammen.⁴⁷

⁴⁵ Vgl. IDW S 1, Tz. 119.

⁴⁶ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_Akte_Beschluss_20180430.html (Abruf zuletzt 6. Dezember 2021); OLG Frankfurt vom 17. Januar 2017, 21 W 37/12, AG 2017, 626 ff. sowie vom 5. Februar 2016, 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 76, http://lrbw.juris.de/cgi-bin/laender_rechtsprechung/document.py?Gericht=bw&nr=22730 (Abruf zuletzt vom 30. November 2021) sowie vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, a.a.O.; OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, OLG München, Beschluss vom 18.02.2014 - 31 Wx 211/2013 - openJur (Abruf zuletzt 30. November 2021).

⁴⁷ Vgl. IDW S 1, Tz. 120.

175. Der Bewertungsgutachter hat die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern unter Verweis auf die aktuelle Empfehlung des FAUB in Höhe von 5,75 % festgelegt.⁴⁸
176. Der FAUB analysiert regelmäßig die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes bei Unternehmensbewertungen aus unterschiedlichem Anlass. Er gibt hierauf basierend quantitative Empfehlungen zur Bemessung der Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern. Dabei folgt er einem pluralistischen Ansatz, dessen Elemente und Berechnungen er im Einzelnen in einem Beitrag offengelegt und erläutert hat.⁴⁹ Zum Bewertungszeitpunkt hielt der FAUB es bei Unternehmensbewertungen, in denen eine Veräußerungsgewinnbesteuerung berücksichtigt wird, unter Berücksichtigung der aktuellen Marktverhältnisse und Zugrundelegung des Tax-CAPM weiterhin für sachgerecht, eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in einer Höhe von 5,0 % bis 6,5 % anzusetzen.⁵⁰ Der Mittelwert dieser Bandbreite beträgt 5,75 %. Der vom Bewertungsgutachter festgelegte Wert der Marktrisikoprämie entspricht demnach dem Mittelwert dieser Bandbreite.
177. Unabhängig von den Erwägungen und Ermittlungen des FAUB haben wir eigene Studien zur impliziten Marktrisikoprämie für verschiedene Märkte erstellt.⁵¹ Da die Marktrisikoprämie die Entwicklung der Kapitalmärkte angemessen widerspiegeln sollte, sind für die Kapitalmarktteilnehmer nicht nur die über Zeiträume von mehreren Jahrzehnten tatsächlich erzielten historischen Marktrisikoprämien (Überrenditen) relevant, sondern auch die erwarteten impliziten Marktrisikoprämien aus aktuellen Perioden.

⁴⁸ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 43.

⁴⁹ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.

⁵⁰ Vgl. IDW (FAUB), Berichterstattung über die 160. Sitzung am 9. November 2022.

⁵¹ Vgl. Beumer, CF 2015, S. 340 ff., Implizite Marktrisikoprämien – Konsistente Ermittlung und Anwendung; Beumer/Jürgens/Kämmerling, M&A Review 9/2022, S. 376 ff., Negative Entwicklung an den Kapitalmärkten – steigt die Marktrisikoprämie?; Beumer/Jürgens, Implizite Marktrisikoprämien und Markttrenditen von 2008 bis 2018, BewP 2019, S. 71 ff. bzw. Update Marktrisikoprämien von 2008 bis 2019, BewP 2020, S. 9 ff.; Beumer/Jürgens, Optimistische Erwartungen – aber steigende Marktrisikoprämien, in M&A Review 7/8 2020, S. 228-231.

178. Die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung hält es unter Hinweis darauf, dass der FAUB ein sachverständiges Gremium der mit Unternehmensbewertung befassten Wirtschaftsprüfer sei, ebenfalls für angemessen, den Empfehlungen des FAUB zu folgen. Es sei insbesondere nicht ersichtlich, dass ein Abweichen von diesen Empfehlungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führe.⁵² Das OLG Düsseldorf wertet die Verlautbarungen des FAUB nach ständiger Rechtsprechung als „anerkannte Expertenauffassung“, die eine Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der Ermittlung des Unternehmenswerts bildeten.⁵³ Auch die Rechtsprechung orientiert sich unter vertieften Überlegungen zur Gesamttenditeerwartung aus Basiszinssatz und Marktrisikoprämie an den Empfehlungen des FAUB.⁵⁴
179. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse unserer Erhebungen halten wir die Festlegung der Marktrisikoprämie nach Steuern mit 5,75 % in der Mitte der Bandbreite für Zwecke der Abfindungsbemessung für angemessen.

bc) Unverschuldete Betafaktoren

180. Die Höhe des Betafaktors reflektiert gemäß dem Bewertungskalkül des CAPM das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Je höher der Betafaktor, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie. Der unternehmensindividuelle Betafaktor ergibt sich als Kovarianz zwischen den historischen Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der historischen Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex.⁵⁵ Technisch kann zur Ermittlung des Betafaktors auch eine lineare Regression über die Aktienkurs- und Aktienindexrenditen durchgeführt werden. Der Betafaktor entspricht dann dem Steigungsparameter der Regressionsgleichung.

⁵² Vgl. OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 26. Januar 2017, 21 W 75/15, <https://betriebsberater.ruw.de/bilanzrecht/urteile/Beschluss-vom-26.1.2017-21-W-7515-35929> (Abruf zuletzt 30. November 2021).

⁵³ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html (Abruf zuletzt 30. November 2021).

⁵⁴ Vgl. LG München I, Beschluss vom 16. April 2021, 5HK O 5711/19 und OLG München vom 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, <https://openjur.de/u/2275119.html> (Abruf: 12. November 2021).

⁵⁵ Vgl. IDW S 1, Tz. 121.

181. Die Aktien der Bechstein sind nicht börsennotiert. Der Bewertungsgutachter ermittelt vor diesem Hintergrund Betafaktoren auf Basis einer Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen. Dies steht im Einklang mit den Anforderungen des IDW S 1.⁵⁶
182. Die Verwendung der Betafaktoren einer Peer Group hat gegenüber dem Ansatz des Betafaktors nur eines Unternehmens den statistischen Vorteil einer deutlich größeren Anzahl von Beobachtungen. Durch eine Durchschnittsbildung mehrerer Peer Group-Betafaktoren werden Schwankungen und nicht aus der operativen Geschäftstätigkeit und der Kapitalstruktur erklärbare Unterschiede der Betafaktoren geglättet, so dass dem aus einer geeigneten Peer Group abgeleiteten Betafaktor eine hohe Prognoserelevanz zukommt.
183. Die Ermittlung eines validen und prognosegeeigneten Betafaktors setzt zusätzlich einen liquiden Handel mit den Aktien voraus. Die Anforderungen an die Liquidität sind dabei weit höher als für die Beurteilung, ob ein durchschnittlicher Aktienkurs als Wertuntergrenze der Abfindung heranzuziehen ist.
184. Als verbreitete Maße für die Liquidität der betrachteten Aktie werden insbesondere der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz sowie der durchschnittliche Bid-Ask Spread, also die relative Spanne von Geld- und Briefkurs der Aktie, herangezogen.⁵⁷ In Literatur und Rechtsprechung sind keine absoluten Grenzwerte hinsichtlich der Anforderung an die Liquiditätsmaße einer Aktie zur Ableitung eines belastbaren Betafaktors allgemein anerkannt, so dass auf Basis dieser Analysen keine eindeutigen Rückschlüsse gezogen werden können.
185. Der Handel mit den Aktien der Guangzhou Pearl River Piano Group Co., Ltd., Roland Corporation und der Hailun Piano Co., Ltd. ist auch nach unseren Analysen nicht ausreichend liquide, um unverzerrte Betafaktoren ableiten zu können. Sie wurden daher vom Bewertungsgutachter nicht für die Ableitung des Peer Group-Betafaktors herangezogen.

⁵⁶ Vgl. IDW S 1, Tz. 121 und ergänzend vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung 2018, Kap. A Tz. 402 ff.

⁵⁷ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S. 167 ff.

186. Zur Ermittlung eines prognosegeeigneten Betafaktors der Bechstein berücksichtigt der Bewertungsgutachter im Ergebnis eine Gruppe von insgesamt 2 Vergleichsunternehmen,⁵⁸ die in vergleichbaren Geschäftsfeldern aktiv sind und von der Bechstein als wesentliche Wettbewerber identifiziert wurden:
- Yamaha Corporation, Japan
 - Kawai Musical Instruments Manufacturing Co., Ltd., Japan
187. Die Auswahl der Peer Group-Unternehmen durch den Bewertungsgutachter haben wir inhaltlich nachvollzogen und anhand uns zur Verfügung gestellter Informationen und eigener Recherchen nach potentiellen Unternehmen, die vornehmlich im Bereich Musikinstrumente tätig sind, geprüft. Dabei sind wir im Vergleich zum Bewerter zu keinen abweichenden Ergebnissen in Bezug auf die Auswahl der Vergleichsunternehmen sowie der Beurteilung der Belastbarkeit der Kapitalmarktdaten zur Ableitung der Betafaktoren gekommen. Aufgrund der verhältnismäßig geringen Liquidität des Handels mit Aktien der Kawai Musical Instruments Manufacturing Co., Ltd. besteht jedoch die Gefahr einer Verzerrung der errechneten Betafaktoren nach unten, so dass das innewohnende Risiko des Unternehmens unterschätzt würde. Die vom Bewertungsgutachter herangezogenen Unternehmen sind in vergleichbaren Geschäftsfeldern wie die Bechstein aktiv und damit als Peer Group-Unternehmen geeignet.⁵⁹
188. Für diese Peer Group ermittelt der Bewertungsgutachter unverschuldete Betafaktoren über mehrere ein- und zweijährige Beobachtungszeiträume bei wöchentlichen sowie für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum bei monatlichen Renditeintervallen durch Regression gegen einen breiten lokalen japanischen Index. Die unverschuldeten Betafaktoren berechnet der Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung von unsicheren Tax Shields und mit Berücksichtigung von ausfallrisikobehaftetem Fremdkapital (des sog. „Debt Beta“).
189. Wir erachten die Vorgehensweise unter Berücksichtigung verschiedener Zeiträume sowie unter Berücksichtigung des Debt Beta grundsätzlich als sachgerecht.⁶⁰
190. Für die Bewertung der Bechstein leitet der Bewertungsgutachter unter Abwägung aller Faktoren und Analysen einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 1,10 ab. Auf Basis

⁵⁸ Die Vergleichsunternehmen Guangzhou Pearl River Piano Group Co., Ltd., Roland Corporation und Hailun Piano Co., Ltd. Wurden aufgrund nicht hinreichend valider Kriterien (statistische Gütekriterien sowie Liquiditätsmaße) zur Ableitung belastbarer Betafaktoren ausgeschlossen.

⁵⁹ Vgl. dazu auch die Unternehmensbeschreibung der Vergleichsunternehmen in der Anlage.

⁶⁰ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap A, Tz. 413.

des angesetzten Wertes der Marktrisikoprämie (5,75 %) und des unverschuldeten Betafaktors (1,10) ergibt sich ein (unverschuldeter) Risikozuschlag von 6,325 %.

191. Aufgrund der geringen Anzahl von Vergleichsunternehmen sowie vor dem Hintergrund der Tatsache, dass es sich bei den Vergleichsunternehmen ausschließlich um japanische Unternehmen handelt und gegen einen lokalen japanischen Index regressiert wurde, haben wir ergänzende Analysen durchgeführt.
192. Hierbei haben wir für die Peer Group Betafaktoren über die in der Praxis am häufigsten verwendeten Beobachtungszeiträume von zwei bzw. fünf Jahren erhoben und als Referenzindex neben einem lokalen japanischen Index auch den globalen MSCI All Country World Index verwendet. Unter Berücksichtigung wöchentlicher Renditeintervalle ergeben sich folgende Betafaktoren:⁶¹

Peer group Betafaktoren

Stichtag	05.01.2024
Erhebungszeitraum	2 & 5 Jahre
Erhebungsintervall	wöchentlich
Referenzindex	lokal

Vergleichsunternehmen	Land	2 Jahre wöchentlich			5 Jahre wöchentlich		
		Raw Beta	VG (Netto)	Unl. Beta	Raw Beta	VG (Netto)	Unl. Beta
Yamaha Corporation	Japan	1,08	-0,15	1,26	1,19	-0,10	1,29
Kawai Musical Instruments Manufacturing Co., Ltd.	Japan	0,81	-0,12	0,92	1,22	0,01	1,21
Mittelwert		0,94	-0,13	1,09	1,21	-0,05	1,25

Peer Group Betafaktoren

Stichtag	05.01.2024
Erhebungszeitraum	2 & 5 Jahre
Erhebungsintervall	wöchentlich
Referenzindex	MSCI ACWI

Vergleichsunternehmen	Land	2 Jahre wöchentlich			5 Jahre wöchentlich		
		Raw Beta	VG (Netto)	Unl. Beta	Raw Beta	VG (Netto)	Unl. Beta
Yamaha Corporation	Japan	0,68	-0,15	0,80	0,89	-0,10	0,96
Kawai Musical Instruments	Japan	0,55	-0,12	0,63	0,80	0,01	0,80
Mittelwert		0,61	-0,13	0,71	0,85	-0,05	0,88

⁶¹ Wir haben im Rahmen der Ermittlung der Betafaktoren analog der Betrachtung bei der Bechstein die Liquidität der Peer Group als nicht-betriebsnotwendig berücksichtigt und somit auf den Nettoverschuldungsgrad abgestellt. Leichte Unterschiede bei den lokalen Betafaktoren (2 Jahre wöchentlich) ergeben sich aufgrund unterschiedlicher Vorgehensweisen bei der Ermittlung des Verschuldungsgrades und gleichen sich in der Durchschnittsbildung im vorliegenden Fall aus.

193. Es wird ersichtlich, dass unter Berücksichtigung eines weltweiten Index niedrigere Betafaktoren im Vergleich zu dem lokalen japanischen Index ermittelt werden. Der Beobachtungszeitraum von 5 Jahren umfasst auch die Phase der Schließungen im Einzelhandel und des allgemeinen Lockdowns während der Hochphase der Corona-Pandemie sowie mögliche Auswirkungen des Ukraine-Kriegs, der 2-Jahres-Zeitraum zumindest auch die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs. Aufgrund der außerordentlichen Umstände ist nicht auszuschließen, dass die Aktienkurse in diesen Zeiträumen von Faktoren beeinflusst waren, die in diesem Umfang nicht repräsentativ für die Zukunft sind.
194. Der vom Bewertungsgutachter angesetzte unverschuldete Betafaktor auf Basis von lokalen Indizes beträgt 1,10 und liegt somit oberhalb der durch Regression gegen den globalen MSCI All Country World Index ermittelten unverschuldeten Betafaktoren. Aufgrund der deutlichen Unterschiede zwischen den auf Basis lokaler und internationaler Indizes abgeleiteten Betafaktoren halten wir im vorliegenden Fall die ausschließliche Verwendung von internationalen Referenzindizes unter Vernachlässigung lokaler Betafaktoren nicht für ausreichend.
195. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse der Betafaktorermittlung sowohl in Bezug auf den weltweiten Index als auch in Bezug auf den lokalen japanischen Index haben wir in unserer ergänzenden eigenen Berechnung einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,90 angesetzt.
196. Der Ansatz eines niedrigeren Betafaktors würde c.p. zu einem höheren Unternehmenswert führen. Wir verweisen in diesem Zusammenhang allerdings auf unsere Ergebnisse in Bezug auf die Berechnung des Verschuldungsgrades.⁶²

⁶² Siehe C. III. 7.b) bd).

bd) Anpassung der unverschuldeten Betafaktoren an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts

197. Die unverschuldeten Betafaktoren des Bewertungsobjekts werden vom Bewertungsgutachter entsprechend der Vorgehensweise beim Unlevern an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts angepasst („relevered“).
198. Der Bewertungsgutachter behandelt dabei ein von der Arnold Kuthe Finanzvermögens-GmbH (im Folgenden „Kuthe-Darlehen“) gewährtes Darlehen bei der Ermittlung des Verschuldungsgrades nicht als Finanzverbindlichkeit.⁶³ Diese Vorgehensweise führt zu einer Reduzierung des Verschuldungsgrades und damit zu einem geringeren Risikozuschlag aufgrund des geringeren Effekts des sog. „Relevern“ (Anpassung des unverschuldeten Betafaktors an die unternehmensspezifische Kapitalstruktur). Durch den geringeren vom Bewertungsgutachter angenommenen Verschuldungsgrad ergibt sich ein geringerer verschuldeter Betafaktor bzw. Risikozuschlag für die Bewertung der Bechstein als bei Berücksichtigung des Kuthe-Darlehens als Finanzverbindlichkeit beim Relevern.
199. Nach unserer Einschätzung weist das Kuthe-Darlehen keine Merkmale auf, die dazu führen, dass dieses Darlehen bei der Ableitung der Kapitalkosten nicht als Finanzverbindlichkeit anzusehen ist. Aufgrund der im vorliegenden Fall werterhöhenden Wirkung der Umgliederung werden die außenstehenden Aktionäre durch dieses Vorgehen c.p. nicht schlechter gestellt. Wir verweisen in diesem Zusammenhang auf unsere obigen Ausführungen bezüglich des Betafaktors, welche c.p. zu einem höheren Unternehmenswert führen würden.⁶⁴

c) Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze

200. Nachfolgend wird die Herleitung sowohl der vom Bewertungsgutachter als auch der von uns in einer Alternativrechnung abgeleiteten periodenspezifisch berechneten Kapitalisierungszinssätze der Bechstein dargestellt.

⁶³ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 93.

⁶⁴ Die Gesamtauswirkungen beider Effekte sind im Abschnitt C.III. 7d) dargestellt.

201. Nachstehende Tabelle zeigt die vom Bewertungsgutachter abgeleiteten Eigenkapitalkosten.⁶⁵

VERSCHULDTE EIGENKAPITALKOSTEN								
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Phase II
Unlevered Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Eigenkapitalquote (iterativ)	87,3%	88,8%	89,2%	88,5%	88,2%	92,1%	92,8%	93,3%
Fremdkapitalquote (iterativ)	12,7%	11,2%	10,8%	11,5%	11,8%	7,9%	7,2%	6,7%
Relevered Beta	1,16	1,14	1,14	1,15	1,17	1,13	1,12	1,12
Marktrisikoprämie	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Risikozuschlag	6,66%	6,58%	6,56%	6,62%	6,74%	6,47%	6,44%	6,43%
Basiszinssatz vor pers. Steuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Basiszinssatz nach pers. Steuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Verschuldete Eigenkapitalkosten	8,50%	8,42%	8,40%	8,46%	8,58%	8,31%	8,28%	8,27%
Wachstumsabschlag								-1,5%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	8,50%	8,42%	8,40%	8,46%	8,58%	8,31%	8,28%	6,77%

Quelle: S&P Global Market Intelligence, BDO Analyse

202. Die folgende Tabelle zeigt die von uns mit alternativem unverschuldetem Betafaktor⁶⁶ und mit abweichendem Verschuldungsgrad (einschließlich Kuthe-Darlehen)⁶⁷ berechneten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze der Bechstein:

VERSCHULDTE EIGENKAPITALKOSTEN								
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Phase II
Unlevered Beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Eigenkapitalquote (iterativ)	52,3%	53,5%	55,4%	56,9%	58,4%	62,6%	67,9%	73,6%
Fremdkapitalquote (iterativ)	47,7%	46,5%	44,6%	43,1%	41,6%	37,4%	32,1%	26,4%
Relevered Beta	1,39	1,36	1,30	1,28	1,32	1,21	1,14	1,08
Marktrisikoprämie	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Risikozuschlag	7,99%	7,80%	7,49%	7,34%	7,58%	6,98%	6,58%	6,22%
Basiszinssatz vor pers. Steuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Basiszinssatz nach pers. Steuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Verschuldete Eigenkapitalkosten	9,83%	9,64%	9,33%	9,18%	9,42%	8,82%	8,42%	8,06%
Wachstumsabschlag								-1,5%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	9,83%	9,64%	9,33%	9,18%	9,42%	8,82%	8,42%	6,56%

Quelle: S&P Global Market Intelligence, eigene Ermittlung.

203. Es wird ersichtlich, dass die vom Bewertungsgutachter abgeleiteten Risikozuschläge im Detailplanungszeitraum im Vergleich zu den von uns unter Berücksichtigung der gegenläufigen Effekte aus Betafaktor und Verschuldungsgrad ermittelten Zuschläge geringer ausfallen und im Terminal Value geringfügig höher sind. Die Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben wir in Abschnitt C.III.9 dargestellt.

⁶⁵ Vgl. Abschnitt C.III.7d) zum dargestellten Wachstumsabschlag.

⁶⁶ Vgl. Abschnitt C.III.7b) bc).

⁶⁷ Vgl. Abschnitt C.III.7b) bd).

d) Wachstumsabschlag

204. In der Unternehmensbewertung ist des Weiteren das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen.⁶⁸ In der Detailplanungsphase wird ein etwaiges Wachstum der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der einzelnen Bilanzposten für die einzelnen Perioden in der Planungsrechnung berücksichtigt.
205. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung als Barwert einer ewigen Rente erfasst. Als ewige Rente ist in der Ertragswertformel zunächst das erwartungsgemäß nachhaltig erzielbare Ergebnis anzusetzen. Ist davon auszugehen, dass das zu bewertende Unternehmen in der Lage ist, seine Ergebnisse in der Zeit nach der Detailplanungsphase nachhaltig zu steigern, kann das entsprechende Ergebniswachstum finanzmathematisch durch einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.⁶⁹ Dabei ist zu beachten, dass im Wertbeitrag aus Thesaurierungen, der dem zu kapitalisierenden Ergebnis zugerechnet wird, bereits die Wachstumsaussichten bezogen auf die Erweiterungsinvestitionen berücksichtigt sind.
206. Zur Ermittlung des Wachstums der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz für die Zeit nach der Detailplanungsphase ist eine Analyse auf der Basis langfristig zu prognostizierender Wachstumstrends und die Berücksichtigung der damit verbundenen Investitionserfordernisse notwendig.⁷⁰
207. Zur Abschätzung der unternehmensspezifischen Wachstumsrate der Ergebnisse ist zu plausibilisieren, in welchem Umfang Kostensteigerungen weitergegeben werden können und ob sich Absatzpreissteigerungen unter Wettbewerbsgesichtspunkten idealtypisch am Markt durchsetzen lassen, so dass Unternehmensergebnisse nachhaltig wachsen.

⁶⁸ Vgl. IDW S 1, Tz. 94 ff.

⁶⁹ Vgl. IDW S 1, Tz. 98.

⁷⁰ Vgl. IDW S 1, Tz. 97.

208. Ausgangspunkt der Ermittlung des nachhaltigen Wachstums durch den Bewertungsgutachter ist eine Analyse der langfristigen allgemeinen Preissteigerungsraten, die nahe dem Inflationsziel der EZB von 2,0 % liegen sollen.⁷¹ Der Bewerter weist sachgerecht darauf hin, dass die konkreten Preissteigerungen der Bechstein nicht mit der allgemeinen Inflation gleichzusetzen sind. In der Gesamtwürdigung setzt der Bewertungsgutachter einen nachhaltigen Wachstumsabschlag von 1,5 % an.
209. In längerfristigen Betrachtungen konnte beobachtet werden, dass das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen regelmäßig hinter der allgemeinen Inflation zurückblieb.⁷² Die Bechstein agiert in einem etablierten Markt, welcher durch zunehmenden Wettbewerb aus Asien auch in Zukunft Veränderungen unterliegt. Es ist daher zu erwarten, dass auch Bechsteins unternehmensspezifische Inflationsrate nachhaltig unterhalb der allgemeinen Inflation liegen wird. Den Ansatz einer Wachstumsrate mit 1,5 % und demnach nahe der allgemein erwarteten Inflationsrate erachten wir daher grundsätzlich als optimistisch.
210. Auf Basis dieser Überlegungen sehen wir keine Hinweise, die einen höheren Wachstumsabschlag als 1,5 % rechtfertigen. Der angesetzte Wachstumsabschlag für Bechstein ist nicht zu beanstanden.

8. Sonderwerte

211. Der Bewertungsgutachter hat Verlustvorträge, die Beteiligung an der C. Bechstein Centar d.o.o., Belgrad (50 %-Anteil) sowie eine Immobilie, die von der nicht operativ tätigen Gesellschaft Gesellschaft C. Bechstein Property d.o.o., Belgrad, gehalten wird, gesondert bewertet.
212. Die bereits zum Bewertungsstichtag vorhandenen und plangemäß neu entstehenden Verlustvorträge wurden im Rahmen der Detailplanung fortentwickelt und haben das steuerliche Ergebnis im Detailplanungszeitraum entsprechend gemindert. Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses hat der Bewertungsgutachter die Steuerlast ohne Berücksichtigung des noch plangemäß vorhandenen Verlustvortrags in Abzug gebracht und einen Sonderwert für die ab dem Geschäftsjahr 2030 plangemäß noch bestehenden Verlustvorträge berücksichtigt.

⁷¹ Vgl. Bewertungsgutachten S. 46f.

⁷² Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung,, Kap A, Tz. 446 mit weiteren Verweisen.

213. Dabei hat der Bewertungsgutachter die nachhaltige Steuerquote auf den Gesamtbetrag der zum 31. Dezember 2029 noch bestehenden Verlustvorträge (entspricht vereinfachend der absoluten gesamten erwarteten Steuerersparnis) angewendet und die so ermittelten Gesamtsteuerersparnisse auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Den sich aus der Nutzung der Verlustvorträge erst in den Jahren nach 2030 ergebenden wertmindernden Diskontierungseffekt hat der Bewertungsgutachter vereinfachend nicht berücksichtigt.
214. Bei der C. Bechstein Centar d.o.o., Belgrad, handelt es sich um eine nicht wesentliche Gesellschaft mit keinen nennenswerten Umsätzen, so dass der Bewertungsgutachter den anteiligen Buchwert des Eigenkapitals als Sonderwert für diese Gesellschaft angesetzt hat.
215. Die Gesellschaft C. Bechstein Property d.o.o., Belgrad, ist nicht operativ tätig und die von ihr gehaltene Immobilie erzielt in der Planungsrechnung keine Erträge, da aktuell nicht absehbar ist, wann das in dieser Immobilie geplante Centrum eröffnet werden soll. Der Bewertungsgutachter hat die Immobilie daher als Sonderwert unter Berücksichtigung indexierter Anschaffungskosten und der bereits getätigten Investitionen angesetzt.
216. Wir haben die Wertermittlungen nachvollzogen und halten die Ansätze für sachgerecht.
217. Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert. Uns ist im Verlauf unserer Prüfung auch kein weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen bekannt geworden. Im Ergebnis bedarf es mit Ausnahme des Verlustvortrags, der genannten Immobilien und der serbischen Gesellschaft daher keines Ansatzes von Sonderwerten.⁷³

⁷³ Vgl. Bewertungsgutachten, S. 94f.

9. Unternehmenswert und Wert je Aktie

218. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Bechstein ergibt sich aus der Diskontierung der Summe der Nettoausschüttungen inklusive der Wertbeiträge aus der Thesaurierung mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz. Der Bewertungsgutachter hat den Ertragswert mathematisch richtig zum technischen Bewertungsstichtag 1. Januar 2023 berechnet. Zum Bewertungsstichtag 11. März 2024 ergibt sich der folgende vom Bewertungsgutachter ermittelte Unternehmenswert sowie Wert je Aktie der Bechstein:

ERTRAGSWERTABLEITUNG UND UNTERNEHMENSWERT									
T€	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Phase II
EBIT	-8.488	-9.685	-4.105	3.542	7.150	9.266	10.992	16.119	16.567
Zinsergebnis	-332	-757	-755	-793	-872	-831	-747	-746	-749
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-8.820	-10.441	-4.860	2.749	6.279	8.435	10.245	15.373	15.818
Summe Unternehmenssteuern	-427	-667	-1.784	-902	-1.513	-1.841	-2.072	-4.137	-4.257
Ergebnis nach Unternehmensteuern	-9.247	-11.109	-6.644	1.848	4.765	6.594	8.173	11.236	11.561
Minderheitenanteile	200	308	115	-15	-107	-166	-194	-214	-220
Thesaurierung / Wachstumsthesaurierung	9.047	10.801	6.529	-1.833	-4.659	-6.428	-7.978	-11.022	-1.272
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0	10.069
Tatsächliche Ausschüttung	0	0	0	0	0	0	0	0	5.034
persönliche Steuern	0	0	0	0	0	0	0	0	-1.328
Fiktive Ausschüttung	0	0	0	0	0	0	0	0	5.034
persönliche Steuern	0	0	0	0	0	0	0	0	-664
Kursgewinnbesteuerung	0	0	0	0	0	0	0	0	-229
zu kapitalisierendes Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0	7.848
Kapitalisierungszinssatz	8,73%	8,50%	8,42%	8,40%	8,46%	8,58%	8,31%	8,28%	6,77%
Barwertfaktor	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66	0,61	0,57	0,52	7,71
Barwerte	0	0	0	0	0	0	0	0	60.514
Marktwert Eigenkapital zum 31.12.2022	60.514								
Aufzinsungsfaktor 31.12.2023		1,09							
Aufzinsungsfaktor 11.03.2024			1,02						
Marktwert Eigenkapital zum 11.03.2024	66.849								
Sonderwerte								9.214	
Unternehmenswert zum 11.03.2024	76.063								
Anzahl der ausstehenden Aktien (in Tsd Stk.)								5.894	
Wert je Aktie zum 11.03.2024	12,90								

Quelle: Analyse BDO.

219. Zur Aufzinsung des Wertes vom technischen Bewertungsstichtag auf den Bewertungsstichtag hat der Bewertungsgutachter den spezifischen Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres verwendet und zinst die Summe der Barwerte zum 1. Januar 2023 um ein Jahr und 71 Tage mit dem Kapitalisierungszinssatzes des zweiten Planjahres auf den 11. März 2024 auf.

220. Wir haben die Ableitung des Unternehmenswerts sowie die Abfindung je Aktie rechnerisch und methodisch nachvollzogen.
221. Bei Ansatz des technischen Bewertungsstichtags 1. Januar 2024 und unter Berücksichtigung des von uns ermittelten Betafaktors sowie der Einbeziehung des Kuthe-Darlehens als Finanzverbindlichkeit auch bei der Ableitung der verschuldeten Eigenkapitalkosten ergibt sich auf Basis unseres eigenen Bewertungsmodells folgender Unternehmenswert:

ERTRAGSWERTABLEITUNG UND UNTERNEHMENSWERT								
T€	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Phase II
EBIT	-7.644	-2.005	5.642	9.250	11.327	12.834	17.589	17.853
Zinsergebnis	-3.072	-3.268	-3.435	-3.565	-3.207	-3.233	-2.800	-2.343
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-10.716	-5.273	2.207	5.685	8.120	9.601	14.789	15.510
Summe Unternehmenssteuern	-685	-1.935	-724	-1.370	-1.772	-1.942	-3.980	-4.174
Ergebnis nach Unternehmensteuern	-11.401	-7.208	1.483	4.315	6.347	7.659	10.809	11.336
Minderheitenanteile	308	115	-15	-107	-166	-194	-214	-220
Thesaurierung / Wachstumsthesaurierung	11.093	7.093	-1.468	-4.208	-6.181	-7.465	-10.595	-1.229
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0	9.887
Tatsächliche Ausschüttung	0	0	0	0	0	0	0	4.935
persönliche Steuern	0	0	0	0	0	0	0	-1.302
Fiktive Ausschüttung	0	0	0	0	0	0	0	4.951
persönliche Steuern	0	0	0	0	0	0	0	-653
Kursgewinnbesteuerung	0	0	0	0	0	0	0	-232
zu kapitalisierendes Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0	7.700
Kapitalisierungszinssatz	9,83%	9,64%	9,33%	9,18%	9,42%	8,82%	8,42%	6,56%
Barwertfaktor	0,91	0,83	0,76	0,70	0,64	0,58	0,54	8,21
Barwerte	0	0	0	0	0	0	0	63.230
Marktwert Eigenkapital zum 31.12.2023	31.12.2023	63.230						
Aufzinsung mit Eigenkapitalkosten		1,01841						
Marktwert Eigenkapital zum 11.03.2024	11.03.2024	64.394						
Sonderwerte		9.214						
Unternehmenswert zum 11.03.2024	11.03.2024	73.608						
Anzahl der ausstehenden Aktien (in Tsd Stk.)		5.894						
Wert je Aktie zum 11.03.2024	11.03.2024	12,49						

Quelle: Eigene Berechnungen.

222. Die von uns durchgeführte Unternehmenswertermittlung führt zu einem geringfügig niedrigeren Ergebnis als die des Bewertungsgutachters. Im Ergebnis erachten wir die Wertermittlung des Bewertungsgutachters als angemessen.

IV. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

1. Vergleichsorientierte Marktbewertung (Trading-Multiplikatoren)

223. Eine vergleichende Marktbewertung kann grundsätzlich über die Ermittlung von Wertbandbreiten auf Basis einer Multiplikator-Analyse oder branchenspezifische Bewertungsmethoden erfolgen.
224. Der Wert des Unternehmens kann sich bei der Multiplikator-Analyse als Produkt einer Bezugsgröße des Unternehmens (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) und dem entsprechenden Multiplikator von börsennotierten Vergleichsunternehmen einerseits („Trading-Multiplikatoren“ oder „Börsenmultiplikatoren“) oder aus vergleichbaren Transaktionen andererseits („Transaktions-Multiplikatoren“) abgeleitet werden.
225. Vereinfachte Preisfindungsverfahren, wie z.B. Verfahren auf Basis von Ergebnis- oder Umsatzmultiplikatoren, können zur Plausibilitätskontrolle des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden.⁷⁴ Ein Rückgriff auf eine Multiplikatoranalyse kann eine fundierte Unternehmensbewertung nicht ersetzen. Sie kann jedoch ergänzend Anhaltspunkte für eine Einschätzung des mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Wertes liefern.
226. Da Bechstein in den Jahren 2023 und 2024 negative EBIT und EBITDA erzielen wird, hat der Bewertungsgutachter den nach dem Ertragswertverfahren und somit auf der Basis dezidierter interner Informationen und betriebswirtschaftlicher Grundsätze ermittelten (fundamentalen) Unternehmenswert der Bechstein mit Hilfe von Umsatz-Multiplikatoren anhand einer erweiterten Peer Group plausibilisiert. Auf Basis von Umsatzmultiplikatoren können nur weniger spezifische Ergebnisse abgeleitet werden als auf Basis von EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren. Sie geben daher nur eine grobe Orientierung, in welchem Bereich sich ein Marktpreis befinden könnte
227. Wir haben die Ableitung der Multiplikatoren nachvollzogen und anhand eigener Analysen auf Basis von Daten des Informationsanbieters S&P Global Market Intelligence plausibilisiert. Im Ergebnis liegt der Ertragswert innerhalb der durch die Multiplikatoranalyse aufgeschlagenen Wertbandbreiten. Wir haben keine Erkenntnisse gewonnen, die zu einem anderen Bild führen.

⁷⁴ Vgl. IDW S 1, Abschnitt 8.3.4.

2. Marktkapitalisierung

228. Da die Aktien der Bechstein nicht an der Börse gehandelt werden, liegen keine Börsenkurse vor, die grundsätzlich zur Plausibilitätsbeurteilung des fundamental-analytisch ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden könnten.⁷⁵

V. Ableitung der angemessenen Barabfindung

229. Der aus dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der Bechstein quotat, d.h. durch Division durch die Anzahl der Stückaktien⁷⁶, ermittelte Wert je Aktie beträgt 12,90 €.
230. Die Aktien der Bechstein werden nicht an der Börse gehandelt.⁷⁷ Die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts⁷⁸, nach der grundsätzlich der Börsenkurs die Untergrenze der Abfindung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen ist, findet daher keine Anwendung.
231. Der Hauptaktionär Kosmos Holding GmbH hat die Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG auf 14,00 € festgelegt. Die Barabfindung ist um 1,10 € höher als der durch den Bewertungsgutachter ermittelte Unternehmenswert je Aktie.
232. Als Ergebnis unserer Prüfung stellen wir fest, dass die angebotene Abfindung von 14,00 € angemessen ist.
233. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 24. Januar 2024 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Bechstein über die Übertragung der Aktien am 11. März 2024 wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Bechstein ergeben, wären diese bei der Bemessung der Abfindung ergänzend zu berücksichtigen.

⁷⁵ Rechtlich ist allein der Durchschnittskurs für den vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme endenden Dreimonatszeitraum relevant.

⁷⁶ 5.894.261 Stückaktien.

⁷⁷ Vgl. Abschnitt C. III. 5.

⁷⁸ Vgl. Beschluss des BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27. April 1999, BVerfGE 100, 289.

D. Abschließende Erklärung

234. Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtmäßigen Prüfung gemäß § 327c Abs. 2 AktG auf Basis der uns vorgelegten Urkunden, Bücher und Schriften sowie der uns erteilten Auskünfte und Nachweise erklären wir Folgendes:
235. Die Ermittlung des Unternehmenswerts durch den Bewertungsgutachter BDO und des sich daraus ableitenden Werts pro Aktie ist sachgerecht nach dem Ertragswertverfahren durchgeführt worden, das nach herrschender Meinung in der Rechtsprechung und in der Betriebswirtschaftslehre als maßgebliche Bewertungsmethode anerkannt ist. Besondere Schwierigkeiten gemäß § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG i.V.m. § 327c Abs. 2 AktG sind bei der Bewertung der Bechstein nicht aufgetreten.
236. Der aus dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der Bechstein quotal, d.h. durch Division durch 5.894.261 Stückaktien, ermittelte Wert je Aktie beträgt 12,90 €. Da die Aktien der Gesellschaft nicht börsengehandelt sind, war kein durchschnittlicher Börsenkurs der Aktien der Bechstein bei der Bemessung der Abfindung als Untergrenze zu beachten. Der Hauptaktionär Kosmos Holding GmbH hat die Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG auf 14,00 € festgelegt.
237. Wir erteilen daher die abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG wie folgt:
„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die vorgesehene Abfindung von 14,00 € je auf den Namen lautende Stückaktie der C. Bechstein Pianoforte Aktiengesellschaft, Berlin, angemessen.“

Düsseldorf, den 24. Januar 2024

I-ADVISE AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Dr. Jochen Beumer
Wirtschaftsprüfer



ppa. Dominik Lehmann
Steuerberater



ANLAGEN

Anlage 1: Kurzbeschreibung der Peer Group

Yamaha Corporation ist ein in Japan ansässiger internationaler Mischkonzern, der Musikinstrumente, Audioequipment sowie sonstige Produkte herstellt und vertreibt. 67,1 % der Umsatzerlöse des Unternehmens entfallen auf das Geschäftsfeld „Musical Instruments“, in dem unter anderem Flügel, Klaviere, Blas-, Streich- und Schlaginstrumente, Gitarren und elektronische Musikinstrumente vertrieben werden. Die verbleibenden Umsatzerlöse entfallen auf die Segmente „Audio Equipment“ (u.a. Kopfhörer, Lautsprecher, Mikrofone und professionelles Audioequipment) mit einem Umsatzanteil von 23,8 % sowie „Sonstige“ (sonstige elektronische Geräte, Fahrzeugkomponenten, Fertigungsautomatisierung) mit 9,1 %. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte Yamaha einen Umsatz von 3,1 Mrd. €.

Kawai Musical Instruments Manufacturing Co., Ltd. ist ein weltweit tätiger Hersteller von Musikinstrumenten. Hauptgeschäft des japanischen Unternehmens ist mit einem Umsatzanteil von 83,1 % der Bereich „Musical instruments and education related business“, in dem neben verschiedenen Musikinstrumenten und -accessoires auch Instrumentenservice angeboten und Musikschulen betrieben werden. Daneben bestehen die Bereiche „Material processing business“ (11,9 %) und „Other business“ (5,0 %). Im Geschäftsjahr 2023 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 607,7 Mio. €.

Roland Corporation ist ein international tätiger Hersteller v.a. von elektronischen Instrumenten mit Sitz in Japan. Neben Instrumenten wie E-Pianos, Keyboards und elektronischen Schlaginstrumenten vertreibt das Unternehmen auch Synthesizer, Verstärker, sowie Messinstrumente und Software mit Bezug zu Musik. 2022 generierte die Roland Corporation Umsatzerlöse von 680 Mio. €.

Guangzhou Pearl River Piano Group Co., Ltd. produziert und verkauft Klaviere und Pianos in China und international. Das Unternehmen bietet Klaviere, Geigen, E-Pianos und digitale Musikinstrumente unter den Markennamen Kayserburg, Zhujiang, Ritter Miller, Jingzhu und Pearl River sowie Kunstunterricht an. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 161,3 Mio. €.

Hailun Piano Co., Ltd. beschäftigt sich mit der Entwicklung, der Produktion und dem Verkauf von Klavieren in China. Das Unternehmen bietet Klaviere und Flügel an. Das Unternehmen wurde im Jahr 2001 gegründet und hat seinen Sitz in Ningbo, China. Im Geschäftsjahr 2022 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 48,5 Mio. €.

Landgericht Berlin

Az.: 102 AR 9/23 AktG



Beschluss

In dem Verfahren
nach § 327c Abs. 2 Satz 2 und Satz 3 AktG

Beteiligte:

1. Kosmos Holding GmbH, vertreten durch d. Geschäftsführer Herrn Stefan Freymuth, Brünsbütteler Damm 120-130, 13581 Berlin

- Antragstellerin -

Verfahrensbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Ludwig Braun Domrich PartG**, Poststraße 12, 10178 Berlin, Gz.: 23/00595/DO

2. C. Bechstein Pianoforte Aktiengesellschaft, vertreten durch d. Vorstand, Kantstraße 17, 10623 Berlin

hat das Landgericht Berlin - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Pade als Vorsitzenden am 19.10.2023 beschlossen:

Auf den Antrag der Antragstellerin vom 26. September 2023 wird der

Wirtschaftsprüfer Dr. Jochen Beumer, I-ADVISE AG, Klaus-Bungert-Straße 5a, 40468 Düsseldorf,

zum Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung bei dem vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Beteiligten zu 2. bestellt.

Der Wirtschaftsprüfer erfüllt nach der dem Gericht gegenüber abgegebenen Erklärung vom 11. September 2023 die Bedingungen des § 327 c Abs. 2 AktG und ist insbesondere nicht nach § 319

Abs. 2 und 3 HGB von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen.

Dem sachverständigen Prüfer wird aufgegeben, ein Exemplar des Prüfberichtes für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern er sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes eines Rechenprogramms bedient hat, ist die Datei dem Prüfbericht auf einem gebräuchlichen Datenträger (CD-ROM oder USB-Stick) beizufügen.

Ansprüche, die auf Gebühren- und/oder Auslagererstattung gegen das Land Berlin gerichtet sind, kann die Prüferin aus der Bestellung nicht herleiten.

Die Antragstellerin hat die Kosten dieses Bestellungsverfahrens nach einem Verfahrenswert von 20.000,00 € zu tragen.

Pade
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Berlin, 19.10.2023

Weber, JBesch
Urkundsbeamter der Geschäftsstelle
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt
- ohne Unterschrift gültig

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies ausdrücklich vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unrechtmäßiger Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

(4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(5) Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Abs. 2 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögensteuererklärungen, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Einheitsbewertung und Vermögensteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbelegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbelegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.