

Valuation News

Deal Advisory

September 2025

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen mit dieser 45. Ausgabe unserer Valuation News erneut aktuelle Themen rund um die Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten vorzustellen.

Der erste Beitrag gibt einen Ausblick auf die in Kürze erscheinende 20. Auflage der Kapitalkostenstudie dar und gibt einen Überblick über die Schwerpunktthemen der Studie. Diese steht in ihrer 20. Auflage unter dem Motto „Zwischen Vergangenheit und Zukunft: Eine Brücke zwischen empirischen Renditen und Rendite- und Wachstumserwartungen“.

Im Anschluss skizzieren wir die Möglichkeiten digitaler Transformationen anhand einer Multiplikatorbewertung und stellen den Mehrwert digital unterstützter Bewertungslösungen – wie beispielsweise der KPMG Multiples App – vor.

Der dritte Beitrag dient einer Einordnung des IDW ES 17, der sich mit der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen befasst. Er beleuchtet das Verhältnis zwischen „realem Wertbedürfnis“ und „Bewertungstheorie“, um die im Standardentwurf beschriebenen Beurteilungskriterien und -handlungen konzeptionell zu unterlegen.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und freuen uns über Ihr Feedback. Auch Anregungen, Themenvorschläge und weiterführende Diskussionen sind jederzeit willkommen.

Inhalt

1

Kapitalkostenstudie 2025 – eine Brücke zwischen empirischen Renditen und Rendite- und Wachstumserwartungen
Seite 2

2

Digital Valuation – Mehrwert digital unterstützter Bewertungslösungen am Beispiel der Multiplikatorbewertung
Seite 4

3

IDW ES 17 – Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen
Seite 8

Gerne stehen wir Ihnen für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter de-valuation-news@kpmg.com.

Mit freundlichen Grüßen

Stefan Schöniger
Partner

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Kapitalkostenstudie 2025

Zwischen Vergangenheit und Zukunft: eine Brücke zwischen empirischen Renditen und Rendite- und Wachstumserwartungen



Seit nunmehr 20 Jahren ist die KPMG-Kapitalkostenstudie fester Bestandteil der Bewertungspraxis in der DACH-Region und auch darüber hinaus. Sie hat regelmäßig die Volatilitäten an den Kapitalmärkten reflektiert und war willkommene Lektüre für zahlreiche bewertungsrelevante Fachthemen. Als empirische Studie zeigt sie einen „Blick in den Rückspiegel“ auf den jeweiligen Erhebungszeitraum. Für Bewertungszwecke werden jedoch zukunftsgerichtete Renditeerwartungen benötigt, für die historische Betrachtungen nur ein erster Anhaltspunkt oder „Leitplanken“ sein können. Implizite Renditemodelle bilden in der Bewertungspraxis die Grundlage für die Ableitung der benötigten zukünftigen Renditeerwartungen. Im Rahmen eines pluralistischen Ansatzes werden historische Beobachtungen und zukünftige Erwartungen gleichermaßen berücksichtigt. Zudem müssen die Wachstumserwartungen zukünftig verstärkt in die Betrachtung einbezogen werden. Der nachfolgende Beitrag stellt ein Preview der in Kürze erscheinenden Jubiläumsausgabe der Kapitalkostenstudie dar und gibt einen Überblick über die Schwerpunktthemen der Studie.

Vorbemerkung

Die Ermittlung bewertungsrelevanter Kapitalkosten basiert in der Bewertungspraxis regelmäßig auf Modellüberlegungen, die insbesondere auf kapitalmarkttheoretische Modelle wie das Capital Asset Pricing Model zurückgreifen. Diese Modelle treffen einerseits vereinfachende Annahmen und abstrahieren insoweit von der Komplexität der realen Kapitalmärkte. Andererseits bieten sie den Vorteil, geeignete intersubjektiv nachvollziehbare Grundüberlegungen, Ausgangsgrößen und Maßstäbe für die Bestimmung der benötigten Kapitalkosten zu liefern. Obwohl theoretische Kapitalmarktmodelle heute allgemein akzeptiert und verwendet werden, sollten sie als Erklärung für empirisch beobachtbare Sachverhalte dienen und diese nicht ersetzen. Die Ergebnisse theoretischer Modelle müssen sich an den empirischen Beobachtungen und Renditeerwartungen der Marktteilnehmer (Gesamtrenditen) messen lassen.

Empirische Renditen

Zur Ableitung der von der Bewertungstheorie geforderten (zukünftigen) Renditeerwartungen greift die Bewertungspraxis in einem ersten Schritt regelmäßig auf empirische (historische) Daten als gesicherte Datenbasis zurück. Dies geschieht regelmäßig zum Beispiel für die Bestimmung der relevanten Marktrisikoprämie, die aus der Differenz dem langfristigen Gesamt-Renditedurchschnitt und dem Durchschnitt der Rendite risikoloser Anlagen gebildet wird. Dafür wird die Annahme zugrunde gelegt, dass die durchschnittlich in der Vergangenheit beobachtbaren konjunkturellen Verhältnisse unter Berücksichtigung langfristiger Trendentwicklungen und Inflationseffekte in die Zukunft übertragbar sind. Zur Berücksichtigung möglicher (irrationaler) Über- oder Unterschätzungen der Märkte sind empirische Daten gegebenenfalls zu bereinigen.

Im Rahmen der Schwerpunktthemen für die Kapitalkostenstudie 2025 haben wir insbesondere die historischen Renditen unterschiedlicher Regionen analysiert und miteinander verglichen, um Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen den langfristigen

Renditen unterschiedlicher geografischer Wirtschaftsräume herauszuarbeiten. Dies geschieht insbesondere vor dem Hintergrund, dass empirischen Renditebandbreiten regelmäßig als Benchmark oder auch „Leitplanken“ für die bewertungsrelevanten erwarteten Renditeforderungen dienen. Ohne den konkreten Analyseergebnissen voreignen zu wollen, lässt sich im Ergebnis zeigen, dass sich – trotz der in der Vergangenheit regelmäßig zu beobachtenden zyklusbedingten Extrempunkte – die langfristigen Durchschnitte von Kapitalmarktrenditen für Unternehmensanteile in einem tendenziell stabilen Korridor bewegen.

Erwartete Renditen

Neben dem Rückgriff auf empirische Daten zur Beurteilung von Renditen und den hieraus abgeleiteten Marktrisikoprämiens erfolgt in der Bewertungspraxis regelmäßig auch die Ableitung impliziter Renditen und Risikoprämiens. Hierbei wird auf aktuelle Börsenkurse und die Schätzungen zukünftiger Unternehmensergebnisse beispielsweise durch Finanzanalysten zurückgegriffen. Eine stichtagsbezogene Ableitung der Renditen und Risikoprämiens ermöglicht aufgrund der Verwendung erwarteter Ergebnisgrößen eine zukunftsorientierte und somit näher am theoretischen Ideal liegende Ableitung der geforderten Renditeerwartung. Nachteilig gegenüber den gesicherten empirischen Daten ist hierbei der Rückgriff auf zukünftige und damit unsichere Parameter.

Der Vorteil dieses pluralistischen Ansatzes (Einbezug sowohl empirischer Daten als auch zukunftsorientierter Daten) liegt im wechselseitigen teilweisen Ausgleich der Nachteile, die mit dem jeweiligen Einzelansatz verbunden sind. So können die auf historischen Daten basierenden „Leitplanken“ von Bandbreiten empirisch beobachtbarer Renditen eine erste Plausibilisierung errechneter impliziter Ergebnisse sein. Sofern die impliziten (Rechen-)Ergebnisse des angewandten theoretischen Bewertungsmodells und die historischen Bandbreiten signifikant auseinandergehen, ist kritisch zu würdigen, inwieweit die einzelnen Inputparameter, wie beispielsweise die zukünftigen Ergebnisschätzungen und weitere implizite Renditebestandteile untereinander konsistent und modellkonform zum jeweiligen Bewertungsstichtag abgeleitet wurden. Auch diese Fragestellung haben wir im Rahmen der KKS 2025 untersucht.

Unter Berücksichtigung des Ergebnisses empirischer Analysen, dass sich trotz zyklusbedingter Extrempunkte die langfristigen Durchschnitte von Kapitalmarktrenditen für Unternehmensanteile in einem relativ stabilen Korridor bewegen, kann die Ursache von Unterschieden zwischen empirisch beobachteten Renditen und implizit errechneten Renditen in den zukünftigen Wachstumserwartungen liegen. Vor diesem Hintergrund sind implizite Modelle gegebenenfalls zu kalibrieren.

Wachstumserwartungen

Die Ableitung impliziter Renditen erfolgt auf einem nach der Rendite aufgelösten Barwertkalkül und somit in analoger Anwendung dieses Kalküls bei der Bewertung eines Unternehmens. Inputdaten bilden der aktuelle Unternehmenswert auf Basis des aktuellen Börsenkurses sowie die Schätzungen der zukünftigen Ergebniserwartungen. Zudem ist das nachhaltige Wachstum der zukünftigen Ergebniserwartungen zu schätzen. Hierbei sind – wie auch bei der Unternehmensbewertung selbst – die Zusammenhänge zwischen Planungsperiode, ewiger Rente und Wachstumsraten zu berücksichtigen, was zu einer näheren Betrachtung der in impliziten Modellen verwendeten Wachstumsraten führt. In Abhängigkeit von der gewählten erwarteten Wachstumsrate resultieren jeweils eine andere implizite Renditeerwartung und eine hieraus abgeleitete implizite Marktrisikoprämie. In unseren Analysen zur Kapitalkostenstudie 2025 haben wir untersucht, inwieweit die am Markt teilweise vertretene Auffassung, dass die Wahl unterschiedlicher Indizes bei der Bestimmung von Renditen und Risikoprämiens zu unterschiedlichen Marktrisikoprämiens führt, belastbar unterlegt werden kann. Zudem haben wir geprüft, ob gegebenenfalls bestehende Differenzen zwischen den abgeleiteten impliziten Renditen und den empirisch beobachtbaren Renditen auf regionale Unterschiede oder auf nicht konsistente Wachstumsannahmen in impliziten Modelle zurückzuführen sind.

Denn wie in der Kapitalkostenstudie 2024 bereits ausgeführt, hält die divergente Entwicklung der großen Wirtschaftsräume aktuell weiterhin an. Hierfür mögen auch – zeitlich begrenzte – lokale Krisen wie beispielsweise in Europa die Staatsschuldenkrise 2012 oder der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine beigetragen haben. Diese kamen zu den bereits bestehenden globalen Krisen, die gleichzeitig die Volkswirtschaften trafen, wie die Finanzkrise 2008 und die Covid-19-Krise 2020/21 verstärkend hinzu. Gleichwohl zeigen Analysen langfristiger Datenreihen ganz offensichtlich und jenseits von krisenbedingten Sondereffekten große Unterschiede im Wachstum der einzelnen Wirtschaftsräume, die eher auf strukturelle und damit eventuell nachhaltige Ursachen zurückzuführen und bei der Festlegung der Wachstumsannahmen impliziter Kapitalkostenmodelle zu berücksichtigen sind.

Digital Valuation –

Mehrwert digital unterstützter Bewertungslösungen am Beispiel der Multiplikator-Bewertung



Die sogenannte „vierte Industrielle Revolution“ ist durch Digitalisierung, Vernetzung und die intelligente Automatisierung von Produktionsprozessen geprägt. Die hiermit verbundenen Transformationen führen auch im Beratungsumfeld zu erheblichen Veränderungen, die gleichermaßen mit Risiken und Chancen sowohl für den Beratenen als auch für den Beratenden einhergehen. Unternehmen erwarten von ihren Beraterinnen und Beratern wesentliche Impulse für eine Monetarisierung der mit Big Data, Digitalisierung und künstlicher Intelligenz (KI) einhergehenden Veränderung ihrer Geschäftsmodelle. Gleichzeitig sehen sich die Berater selbst dem digitalen Transformationsdruck ihres eigenen Geschäftsmodells ausgesetzt. Dies umfasst insbesondere etablierte Lösungs- und Beratungsansätze. Der nachfolgende Beitrag skizziert die Möglichkeiten digitaler Transformationen anhand eines einfachen Beispiels aus dem Transaktionsumfeld und präsentiert den zusätzlichen Mehrwert digital unterstützter Bewertungslösungen für die Unternehmen – wie beispielsweise der KPMG Multiples App. Im Ergebnis wird gezeigt, dass bei Verringerung des Bewertungsaufwands gleichzeitig die Bewertungsqualität gesteigert werden kann.

Klassische Anforderungen an Bewertungen am Beispiel Multiplikatorbewertung

Nachfolgend wird für die Wert- bzw. Preisfindung eines Unternehmens das vereinfachende Multiplikatorverfahren gewählt, um bewusst anhand dieses von der Bewertungstechnik sehr einfachen Verfahrens die Vorteile digitalisierter Anwendungen herauszustellen. Während im Rahmen eher Compliance-orientierter Bewertungsanlässe oft fundamentale Bewertungsverfahren wie Ertragswert oder DCF-Verfahren vorherrschen, spielen Multiplikatorverfahren im Transaktionsumfeld die eher dominierende Rolle. In diesem Umfeld müssen erste Wert- bzw. Preiseinschätzungen oft unter hohem Zeitdruck („Dealspeed“) erstellt, fortlaufend aktualisiert und oft von mehreren Interessenten vorgenommen und vergleichbar gemacht werden. Die nachfolgend dargestellten Vorteile digitaler Lösungen lassen sich auf komplexere, fundamentale Bewertungsmethoden übertragen.

Auf der Basis des relativ einfachen Multiplikatormodells (Ergebnis = Bezugsgröße multipliziert mit dem Multiplikator) für das gesuchte Bewertungs-

ergebnis lassen sich die wertrelevanten Anforderungen an den Lösungsansatz leicht benennen. Für die Durchführung bedarf es stichtagsbezogener Daten (Bezugsgröße) des Bewertungsobjekts und einer Vergleichsgruppe von Unternehmen (Peer Group) bzw. vergleichbarer Transaktionen (Multiplikator), eines anzuwendenden Konzepts (Multiplikatorverfahren) sowie einer professionellen Beurteilung von Datenqualität, Vorgehensweise und Bewertungsergebnis (Judgement). Deren individuelle Anforderungen werden nachfolgend dargestellt und im darauf folgenden Abschnitt hinsichtlich der Vorteile digitaler Unterstützung untersucht.

Daten – Anforderungen sind

1. Verfügbarkeit aktueller Daten für die aktuelle Berechnung
2. Verfügbarkeit historischer und zukunftsgerichteter Daten für Analyse- und Vergleichszwecke
3. Verlässlichkeit der Daten in Bezug auf Datenkonsistenz und Datenqualität

Abbildung 1: Anforderungen an Unternehmensbewertungen



Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

Die Verfügbarkeit verlässlicher Daten sowie deren konsistente und qualitativ hochwertige Aufbereitung aus Rohdaten, wie beispielsweise Börsenkursen oder Transaktionspreisen, bildet bereits für einfache Bewertungsverfahren wie das Multiplikatorverfahren die grundlegende Basis. In der Bewertungspraxis sind die gesuchten Multiplikatoren regelmäßig nicht (frei) verfügbar. Wenn davon ausgegangen werden kann, dass dem Anwender relevante Daten, wie beispielsweise Umsatz- oder Ergebnisgrößen des Bewertungsobjektes, bekannt sind, und ein Zugang zu den Daten von kostenpflichtigen Datenanbietern wie Bloomberg oder S&P hinsichtlich der Peer Group besteht, werden die notwendigen Rohdaten bislang regelmäßig projektbezogen und individuell abgerufen und in die gesuchten Multiplikatoren („händisch“) umgewandelt. Nachteilig wirken hierbei oft redundante Arbeitsvorgänge, unvollständige Datensätze, fehlende zeitliche Vergleichbarkeit, inkonsistente Umwandlungsmethodiken, fehlende Belastbarkeit frei verfügbarer Multiplikatoren und hieraus mangelnde Ergebnisqualität.

Im Rahmen digitaler Lösungen kann insbesondere die hohe Datenaffinität („Big Data“) signifikanten Mehrwert liefern.

Konzept (Vorgehensweise) – Anforderungen sind

1. Inhaltliche Geschlossenheit
2. Konsistente Anwendung
3. Höchste Qualität

Konzepte und Rechenmodelle sind hierbei voneinander zu unterscheiden; mehr oder minder komplexe Rechenmodelle liegen bereits seit mehr als 20 Jahren beispielsweise entsprechenden Lehrbüchern bei.

Hieraus resultiert kein digitaler Vorteil mehr. Sowohl bei komplexen Bewertungsmodellen als auch bei vereinfachenden Methoden wie den Multiplikatorverfahren, deren Komplexitätsreduzierender Vorteil im Wesentlichen darin besteht, bestimmte wertrelevante Einflussfaktoren quasi „wegzulassen“, ist eine inhaltliche Geschlossenheit zwischen den einzelnen Methodiken (beispielsweise den unterschiedlichen DCF-Verfahren bzw. hier den unreflektiert einzelnen

Multiplikatoren) dringend zu empfehlen, um fundamentale Bewertungsfehler zu vermeiden. So werden Umsatzmultiplikatoren oder Kurs/Gewinn-Verhältnisse trotz konzeptioneller Nachteile in der Bewertungspraxis weiterhin gern genutzt. Umsatzmultiplikatoren lassen jedoch die Profitabilität von Vergleichsgruppe und Bewertungsobjekt unberücksichtigt, Kurs/Gewinn-Verhältnisse die wertrelevanten Folgen unterschiedlicher Verschuldungen. Beide hierauf basierenden Bewertungsfehler können durch eine standardisierte Regression der Peer-Group-Parameter vermieden werden. Mangels konzeptioneller Geschlossenheit der verwendeten Methodik, fehlender Daten oder aufgrund des erhöhten Zeitaufwands werden solche Vorgehensweisen in der Bewertungspraxis jedoch eher selten angewendet.

Konzeptionell geschlossene Modellwelten können durch geprüfte und standardisierte Übertragung in digitale Lösungen ebenfalls hohen Mehrwert liefern.

Judgement – Anforderungen sind

1. Beurteilung des Dateninputs und der angewandten Vorgehensweise
2. Beurteilung des Bewertungsergebnisses
3. Empfehlung zur Verbesserung des Bewertungsergebnisses
4. Dokumentation des finalen Bewertungsergebnisses

Die Beurteilung komplexer Sachverhalte (Judgement) wie die Qualität des Bewertungsergebnisses ist bisher stark subjektiv geprägt. Sie wird bislang stark mit der „Erfahrung des Bewerters“ sowie dem Aufwand für die Bewertung in Verbindung gebracht und hängt in hohem Maße von der Beurteilung der verwendeten Daten und der jeweils angewandten Vorgehensweise ab. Aus unvollständigen (beispielsweise fehlende Informationen des Bewertungsobjektes oder der Peer Group), inkonsistenten (beispielsweise eingeschränkte Vergleichbarkeit zwischen Bewertungsobjekt und Peer Group bzw. innerhalb der Peer Group) oder nur eingeschränkt plausiblen Daten (beispielsweise hohe Wachstumsunterschiede zwischen Bewertungsobjekt und Peer Group bzw. innerhalb der Peer Group) können ebenso Bewertungsfehler resultieren wie bei der oben beschriebenen fehlenden konzeptionellen Geschlossenheit der verwendeten Ansätze.

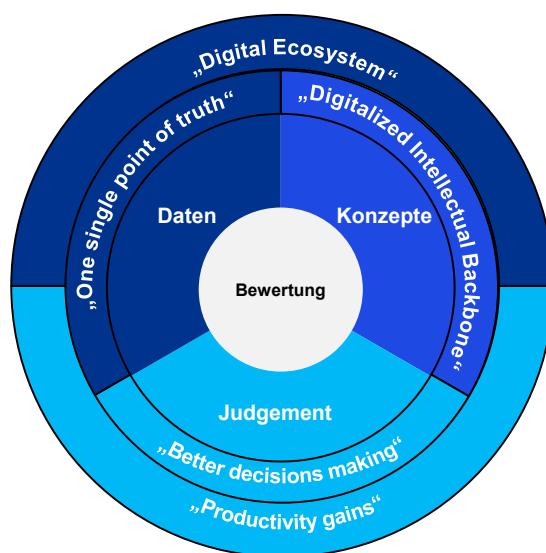
Wenn überhaupt haben sich in der Bewertungspraxis bislang lediglich eher individuelle Vorgehensweisen etabliert, um den Einfluss der beschriebenen Sachverhalte auf die Qualität des Bewertungsergebnisses einzuschätzen und hieraus Empfehlungen zur Erhöhung der Ergebnisqualität abzuleiten. Diese Vorgehensweisen und Empfehlungen bleiben regelmäßig ebenso subjektiv geprägt, wie eine gegebenenfalls notwendige Dokumentation und Berichterstattung des finalen Bewertungsergebnisses.

Ein auf Algorithmen basierendes „Judgement“ würde in diesem Zusammenhang den größten unterstützenden Mehrwert generieren.

Mehrwert digital unterstützter Bewertungslösungen am Beispiel Multiplikatorbewertung

Für die Beschreibung des Mehrwerts digitaler (digitalisierter) Bewertungslösungen können zwei sich ergänzende Perspektiven eingenommen werden. Zum einen können die bisherigen Anforderungen an Bewertungen, wie im vorliegenden Fall die Anforderungen an notwendige Daten, verwendete Konzepte und das „Judgement“ durch digitale Unterstützung inhaltlich (qualitativ und quantitativ) verbessert werden. Damit werden belastbarere Bewertungsergebnisse und zuverlässigere Entscheidungsgrundlagen erreicht. Zum anderen lassen sich aus digitalisierten Lösungen technische und prozessuale Vorteile gegenüber bisherigen „händischen“ Lösungen generieren, die zu signifikanten Effizienzgewinnen führen. Im Ergebnis resultieren folglich qualitativ höhere Bewertungsergebnisse bei reduziertem Aufwand. Anwenderinnen und Anwender werden somit unterstützt und gleichzeitig angeregt, ihr bisheriges Vorgehen zu reflektieren. Der digitale Support der bisherigen Anforderungen kann am Beispiel der Multiplikatorbewertung wie folgt beschrieben werden:

Abbildung 2: Digitaler Mehrwert und Anforderungen an Unternehmensbewertungen



Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

Daten – „One single point of truth“

Die Bereitstellung von Datenbanken für beispielsweise konzeptionell einheitlich abgeleitete Multiplikatoren führt zu einer umfassenden Verfügbarkeit qualitativ hochwertiger, kuratierter Daten und somit zum sogenannten „One single point of truth“, auf den jederzeit zugegriffen werden kann. Basis für diese Datenbanken bilden die jeweiligen Rohdaten, aus denen konsistent, vollständig und fortlaufend mit digitalisierten Methoden die gesuchten Ergebnis-

größen abgeleitet und gespeichert werden. Im Mittelpunkt steht nicht mehr der projektspezifische Einzelabruf von bewertungsrelevanten Daten und deren Verarbeitung zu Multiplikatoren, vielmehr existieren die benötigten Daten permanent und überschneidungsfrei und können einer Beurteilung unmittelbar zugeführt werden. Zudem bilden solche Daten auch die Grundlage für KI-basierte Beurteilungsmechanismen, wie nachfolgend aufgezeigt wird.

Konzept (Vorgehensweise) – „Digitalized Intellectual Backbone“

Voraussetzung für eine projektbezogene Beurteilung der Multiplikatoren ist, dass alle Multiplikatoren „homogen“ sind, was im vorliegenden Kontext bedeutet, dass sie alle auf der Basis einheitlicher Vorgehensweise und konsistent aus den gleichen Rohdaten abgeleitet wurden. Hierdurch wird – im Vergleich zu individuellen, „händischen“ Vorgehensweisen – eine ungleich höhere Datenqualität erzielt. Die Verwendung eines geschlossenen kardinalen Konzeptes bildet in diesem Zusammenhang die Basis für die Algorithmisierung des konzeptionellen Vorgehens und dessen Transformation in skalierbare digitale Lösungen („digitalized intellectual backbone“). Hierdurch gelingt ebenfalls die Sicherstellung einer einheitlichen inhaltlichen Geschlossenheit unterschiedlicher Bewertungsmethoden und Vorgehensweisen und somit die Erzielung qualitativ hochwertiger Bewertungsergebnisse. Dies ist insbesondere geboten für eher vereinfachende Verfahren wie das Multiplikatorverfahren, gilt aber auch für inhaltlich anspruchsvollere Bewertungsverfahren.

Judgement – „Better Decision making“

Die menschliche Fähigkeit zur Beurteilung von komplexen Sachverhalten durch KI abzulösen, galt vor wenigen Jahren noch als unvorstellbar. Die „Erfahrung von Expertinnen und Experten“ zu ersetzen, erschien aufgrund hoher Komplexitäten als schwer umsetzbar. Aktuell zeigen zahlreiche Anwendungen aus dem Bereich der KI wie beispielsweise sogenannte „Language based Models“ ein breites Spektrum an Einsatzmöglichkeiten. Auch menschliches Judgement beruht im Wesentlichen auf der Kombination der Verfügbarkeit von relevanten Daten, der Anwendbarkeit bekannter oder selbst entwickelter Algorithmen (Konzepte) und der bereits oben genannten Erfahrung.

Wie kann Erfahrung hierbei beschrieben werden? Erfahrung bedeutet in vielen Fällen die (subjektive) Einschätzbarkeit des Eintretens eines unsicheren Zustands aus einem bis zum Entscheidungszeitpunkt bekannten Bündel möglicher Zustände. Sie bietet uns den Vorteil des „Abkürzens“ eines vollständigen Beurteilungsprozesses, da nicht alle Möglichkeiten vollständig analysiert werden müssen, sondern man sich auf die Möglichkeiten konzentrieren kann, die erfahrungsgemäß am wahrschein-

lichsten sind. Erfahrung ersetzt somit die menschlichen Limitationen zur Informationserfassung (Daten) und Informationsverarbeitung (Konzeption/Vorgehensweise) im Rahmen des Beurteilungsprozesses (Judgement). Gleichwohl bleibt jede menschliche Erfahrung subjektiv.

Digitale Lösungen unterliegen hingegen weder Limitationen bei der Informationserfassung noch bei der Informationsverarbeitung und auch keinen Subjektivitäten im Beurteilungsprozess, sofern dieser auf einem konzeptionell geschlossenen kardinalen Konzept beruht. Sie lassen faktisch die vollständige Analyse der oben beschriebenen Zustände zusammen und ermöglichen eine Rangfolge anhand quantitativer Parameter und hierauf basierender Handlungsempfehlungen und damit bessere Entscheidungen zu („Better Decision making“). So können digitale Lösungen beispielsweise bei Multiplikatorverfahren Mengen und Qualitäten von Rohdaten messen, die Vergleichbarkeit zwischen Target und Peer Group bzw. innerhalb der Peer Group standardisiert beurteilen, konzeptionell gebotene Regressionsmodelle bei Umsatzmultiplikatoren oder Kurs-Gewinn-Verhältnisse vornehmen, automatisierte Benchmarks durchführen und hierauf basierend Empfehlungen für die Verbesserung der jeweiligen Datenauswahl und gewählten Vorgehensweise geben.

Die vorstehenden Ausführungen zeigen, dass die bisherigen Anforderungen an Bewertungen somit durch digitale Unterstützung qualitativ aufgewertet werden können. Entscheidungsprozesse werden hierdurch inhaltlich und zeitlich unterstützt, Fehlbewertungen vermieden. Gleichwohl wird auch zukünftig die finale Entscheidung beim Bewertenden verbleiben. Die sich aus digitalisierten Lösungen zusätzlich ergebenden technischen und prozessualen Vorteile gegenüber bisherigen „händischen“ Lösungen resultieren aus den Vorteilen digitaler Plattformen sowie skalierungsbedingten Effizienzgewinnen:

Digitale Plattform – „Digital Ecosystem“

Die Vorteile plattformbasierter Lösungen gegenüber „händischen“ Einzellösungen sind vielfältig und sollen an dieser Stelle lediglich exemplarisch aufgeführt werden:

1. Permanente zeitliche Verfügbarkeit – hohe Relevanz im dynamischen Transaktionsumfeld
2. Flexibles Zugriffsmanagement – Unterscheidung zwischen Durchführung und Entscheidung
3. Technische Verlässlichkeit – etablierte technische Lösungen wie Internet oder Cloud
4. Nachhaltige Speicherung relevanter Daten – Prozesstransparenz und -dokumentation
5. Konnektivität unterschiedlicher Anwendungen – z. B. einheitliches Peer-Group-Management für Ertragswertableitungen oder Multiplikatorverfahren

Neben den genannten „technischen“ Vorteilen ist die letztgenannte Möglichkeit der Verbindung unterschiedlicher Bewertungslösungen von besonderer Bedeutung. Grundsätzlich beruhen alle bewertungspraxisverwandten Bewertungsverfahren auf dem gleichen Grundkonzept und benötigen die gleichen Inputparameter. Je nach Bewertungssituation und Datenverfügbarkeit haben die einzelnen Verfahren unterschiedliche Vor- und Nachteile. Qualitativ belastbare Ergebnisse lassen sich vor diesem Hintergrund immer dann erzielen, wenn eine gebotene parallele Analyse und Anwendung mehrerer Bewertungsverfahren sachgerecht und konsistent zueinander erfolgt. Digitale Plattformen bieten mit ihren Möglichkeiten eines einheitlichen Datenzugriffs und der Verknüpfung konzeptioneller Vorgehensweisen durch einheitliche Algorithmen im Sinne eines „Digital Ecosystem“ große Vorteile. Zugleich können Vorteile in der Zusammenarbeit zwischen unterschiedlichen Unternehmensabteilungen wie beispielsweise dem Rechnungswesen, der M&A- oder der Strategie-Ableitung durch Zugriff auf die gleiche Plattform generiert werden. Gleichzeitig liegt in digitalen Plattformen der Schlüssel für die Erzielung von Effizienzgewinnen:

Effizienz – „Productivity gains“

Eine Erhöhung der Effizienz kann insbesondere erreicht werden durch:

1. Skalierbarkeit
2. Standardisierbarkeit
3. Reduzierter Ausbildungsaufwand

Der Aufwand für die Erstellung einer Bewertung und der Aufwand für die fachliche Aus- und Fortbildung des Bewerternden lässt sich mit digitalen Bewertungslösungen im Vergleich zu „händischen Einzellösungen“ für Bewertende und Unternehmen der Aufwand zukünftig signifikant reduzieren („Productivity Gain“).

IDW ES 17-

Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen



Die Rechtsprechung hat sich in jüngerer Vergangenheit anhand konkreter Einzelfälle verstärkt mit der Relevanz von Börsenkursen im Zusammenhang mit gesetzlich geregelten Abfindungen auseinander gesetzt. Sie verweist darauf, dass zur Reflektion des rechtsprechungsgeprägten „wahren Wertes“ in auf realen Märkten beobachtbaren Börsenkursen die Erfüllung bestimmter Kriterien notwendig ist, die in den Urteilen in Ansätzen beschrieben sind. Zur Erklärung betriebswirtschaftlicher Zusammenhänge – wie dem Handel mit Unternehmensanteilen und den damit verbundenen Wert- und Preisvorstellungen der Marktteilnehmer – bedient sich die ökonomische Theorie regelmäßig Modellen, die unter Anwendung ökonomischer Gesetzmäßigkeiten Preisbildungsprozesse und daraus resultierende Ergebnisse beschreiben. Der nachfolgende Beitrag dient einer Einordnung des IDW ES 17 zwischen „realem Wertbedürfnis“ und „Bewertungstheorie“, um die im Standardentwurf beschriebenen Beurteilungskriterien und -handlungen konzeptionell zu unterlegen.

Weiterentwicklung der Rechtsprechung

Bereits in früheren Verfahren hat der BGH festgestellt, dass es eine Rechtsfrage ist, ob eine angewandte Bewertungsmethode dem gesetzlichen Bewertungsziel entspricht und diese Frage sowohl für das Ertragswertverfahren als auch für einen beobachtbaren Börsenkurs bejaht. In diesem Zusammenhang führte der BGH weiterhin aus, dass die Frage, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts ist und sich nach der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und -praxis beurteilt. Diese Perspektive hat der BGH in jüngerer Entscheidungen bekräftigt.

So kann eine angemessene (Bar-)Abfindung nach § 305 AktG oder § 327a AktG oder ein angemessener Ausgleich nach § 304 AktG unter bestimmten Umständen allein anhand des Börsenkurses bestimmt werden, sofern der Börsenkurs im konkreten Einzelfall den sogenannten „wahren Wert“ reflektiert. In den Beschlüssen des BGH und auch aktueller obergerichtlicher Rechtsprechung werden verschiedene Kriterien diskutiert, deren Erfüllung für die

Reflektion des wahren Wertes im Börsenkurs als wichtig erachtet werden. Die sich aus zahlreichen Einzelfallentscheidungen herauslesbaren Kriterien stellen folglich rechtsprechungsgeprägte notwendige Kriterien dar. Ob sie in ihrer Gesamtheit jedoch hinreichend sind, lässt sich in Ermangelung eines konzeptionell geschlossenen Rahmenkonzeptes an dieser Stelle (noch) nicht beurteilen.

Konzeptioneller Rahmen

Mittels fundamentaler Bewertungsmethoden abgeleitete (Unternehmens-)Werte, mittelbar und unmittelbar beobachtbare (Unternehmens-)Preise sowie ihre Beziehungen zueinander spielen sowohl in der Bewertungstheorie als auch in der Bewertungspraxis schon immer eine zentrale Rolle. In der Ausgabe vom April 2025 dieses Newsletters wurden die wesentlichen konzeptionellen Schärfungen des IDW ES 1 dargelegt. Insbesondere für die Ableitung des objektivierten Unternehmenswerts als Basis für die Wertableitung zahlreicher regelbasierter Bewertungszwecke wurde gezeigt, welche Anforderungen an Konzeption und mittels Ertragswert- oder Discounted-Cashflow-Verfahren¹ abgeleitetem

Anm: 1 Im Folgenden vereinfachend zusammengefasst zu „Ertragswertverfahren“ bzw. als dessen Ergebnis „Ertragswert“

Bewertungsergebnis im Vordergrund stehen. So ist vielen regelbasierten Bewertungsanlässen gemein, dass sie unter der Rückdrängung rein subjektiver Erwartungen an Cashflows und Renditen oft ein für alle Bewertungssubjekte gleichermaßen verbindliches Ergebnis suchen. Die betriebswirtschaftlich unterlegte Definition der konzeptionellen Anforderungen gelingt mit der Überarbeitung des IDW S 1 durch die konsistente Orientierung an gleichgewichtigen Marktmodellen und ihren Anforderungen. Ein wesentlicher Vorteil besteht insbesondere in der präzisen Beschreibung der Voraussetzungen des Preisbildungsprozesses. Es setzt damit konzeptionelle Anforderungen an die Bewertungsannahmen, die für die Ableitungen von sachgerechten Bewertungsergebnissen regelbasierter Anlässe und insbesondere für die bei diesen Anlässen zu berücksichtigenden Typisierungen und Objektivierungen als Orientierung dienen können.

Die Beurteilungen von Einzelsachverhalten bei der Ableitung von Cashflow- und Renditeerwartungen werden stringent an der Perspektive von Eigenkapitalgebern ausgerichtet, die umfassend informiert rein finanzielle Interessen verfolgen und keinen Einfluss auf die Geschäftspolitik haben. Bezogen auf den idealisierten Rahmen des theoretischen Marktmodells handelt es sich hierbei um den für die Beschreibung gleichgewichtiger Marktmodelle notwendigen atomistischen Anteilseigner. Dieser hat allein keinen wesentlichen Einfluss auf die Preisbildung und das Verhandlungsergebnis und dessen Erwartungen entsprechen mithin den durchschnittlichen Markterwartungen aller Marktteilnehmer.

Vor diesem Hintergrund bildet das geschärzte Wertkonzept des objektivierten Wertes im Zusammenhang mit gesetzlichen Anwendungsfällen wie bei-

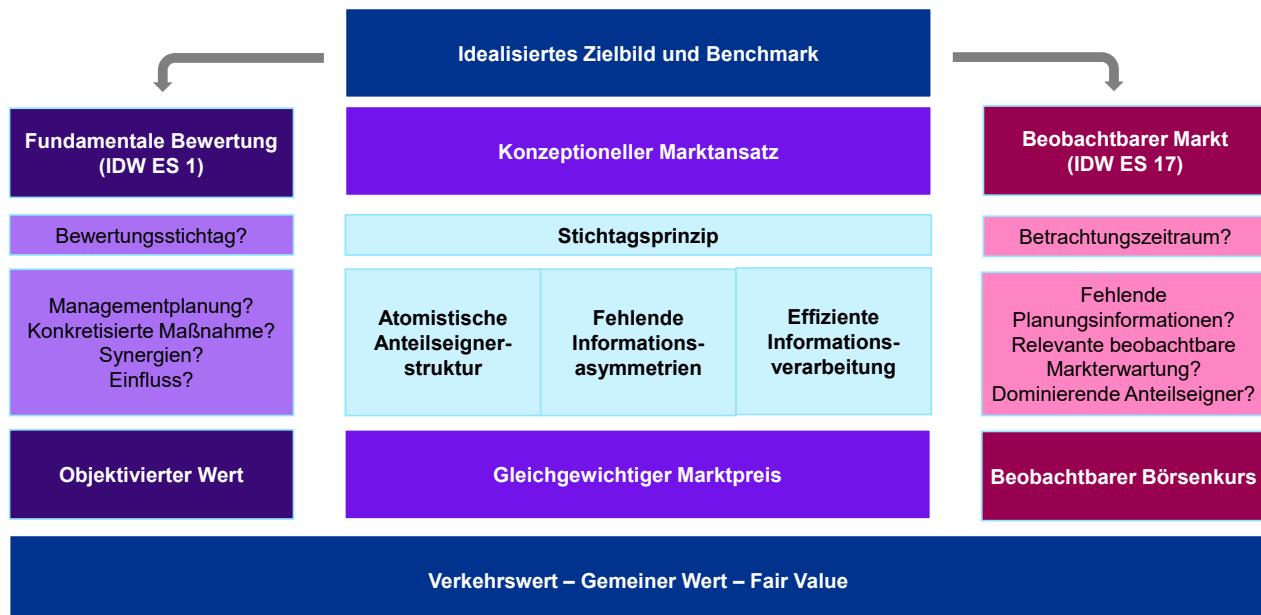
spielsweise die Bestimmung von Ausgleich und (Bar-)Abfindung gemäß Aktiengesetz nicht den konzeptionellen Rahmen hinsichtlich notwendiger Annahmen und Vorgehensweisen bei der Durchführung fundamentaler Bewertungsmethoden. Vielmehr bildet es hierzu korrespondierend auch den konzeptionellen Rahmen für die Beurteilung des Preisbildungsprozesses sowie für die notwendigen Beurteilungskriterien und -handlungen im Zusammenhang mit der Eignung beobachtbarer Börsenkurse für den jeweiligen Bewertungszweck. Denn sollen beobachtbare Preise vor dem Hintergrund des jeweiligen Bewertungszweckes dem Ergebnis eines solchen Ideals entsprechen, müssen sich die realen Bedingungen, unter denen sich beobachtbare Preise gebildet haben, an den jeweiligen Anforderungen theoretischer Modelle messen lassen.

Die wesentlichen praxisrelevanten notwendigen Anforderungen sind:

- die Beachtung des Stichtagsprinzips,
- eine atomistische Anteilseignerstruktur,
- die Vermeidung von Informationsasymmetrien und
- die effiziente Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt.

Börsenkurse sind empirisch beobachtbare Transaktionspreise, die sich auf realen Transaktionsmärkten einstellen. Angesichts der aktuell hohen Volatilität von Kapitalmärkten und Einzeltiteln in zum Teil sehr kurzen Abständen kommt dem Stichtag der Bewertung im Vergleich zu fundamentalen Bewertungsmethoden wie dem Ertragswertverfahren eine noch stärkere Bedeutung zu. Neben im Einzelfall gegebenenfalls wesentlichen Einflüssen durch dominierende Marktteilnehmer oder Informations-

Abbildung 1: Konzeptionelle Basis IDW ES 1 und IDW ES 17



Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

asymmetrien aufgrund nicht allen Marktteilnehmern gleichermaßen vorliegenden Informationen (beispielsweise eine am Markt nicht bekannte unternehmensinterne Planungsrechnung) unterliegen reale Transaktionspreise zudem regelmäßig zyklischen und konjunkturellen Schwankungen. Diese werden in theoretischen Modellen regelmäßig nicht reflektiert, obwohl sie die Ausprägungen beobachtbarer Kapitalmarktparameter beeinflussen. Somit schwanken empirisch beobachtbare Börsenkurse regelmäßig und in Abhängigkeit vom jeweiligen Wirtschaftszyklus sowie systembedingten temporären Über- oder Untertreibungen um die hypothetisch gleichgewichtigen Preise, wie sie sich im Preisbildungsprozess idealisierter Kapitalmarktmodelle einstellen würden, bzw. weichen von diesen aufgrund des nicht vollständigen Deckungsgrads des real existierenden Kapitalmarkts zum theoretischen Ideal systematisch ab.

Vor diesem Hintergrund sind aus der Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und der betriebswirtschaftlichen Praxis umfassende ökonomische Analysen und weitergehende Handlungen für die Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen mit Blick auf die Kompensation des vollen wirtschaftlichen, „wahren“ Werts erforderlich. Ein wesentliches Augenmerk richtet sich darauf, festzustellen, ob im Einzelfall davon ausgegangen werden kann, dass der Marktmechanismus für die betreffenden Anteile (tatsächlich) eine effektive Informationsverarbeitung und Informationsbewertung abbildet.

Die von der Rechtsprechung in den Urteilsbegründungen zu relevanten Einzelsachverhalten exemplarisch benannten Anforderungen gehen in den aus einer ökonomischen Perspektive abgeleiteten notwendigen Anforderungen auf, sind jedoch nicht vollständig. Daher können die rechtsprechungsgeprägten Anforderungen an die Beurteilung von beobachtbaren Börsenkursen als notwendig, jedoch als nicht hinreichend betrachtet werden. IDW ES 17 verbindet vor diesem Hintergrund und analog zu IDW ES 1 reale Bewertungssituationen und aus diesen abgeleitete reale Wertbedürfnisse mit dem Instrumentarium theoretischer Modelle und deren Anforderungen und gibt konkrete Empfehlungen für Bewertungskriterien und -handlungen zur Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen.

„Bewerten heißt vergleichen“

Zur sachgerechten Verbindung realer „Wertbedürfnisse“ – wie beispielsweise Wertbestimmungen aufgrund gesetzlicher Anforderungen – mit den Modellen der ökonomischen Theorie entwickelt der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW regelmäßig Standards und Praxishinweise für den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer. So werden im IDW ES 17 für

Anwendungsfälle, in denen ein Wirtschaftsprüfer die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen zu beurteilen hat, Anforderungen an die Beurteilungskriterien und -handlungen formuliert.

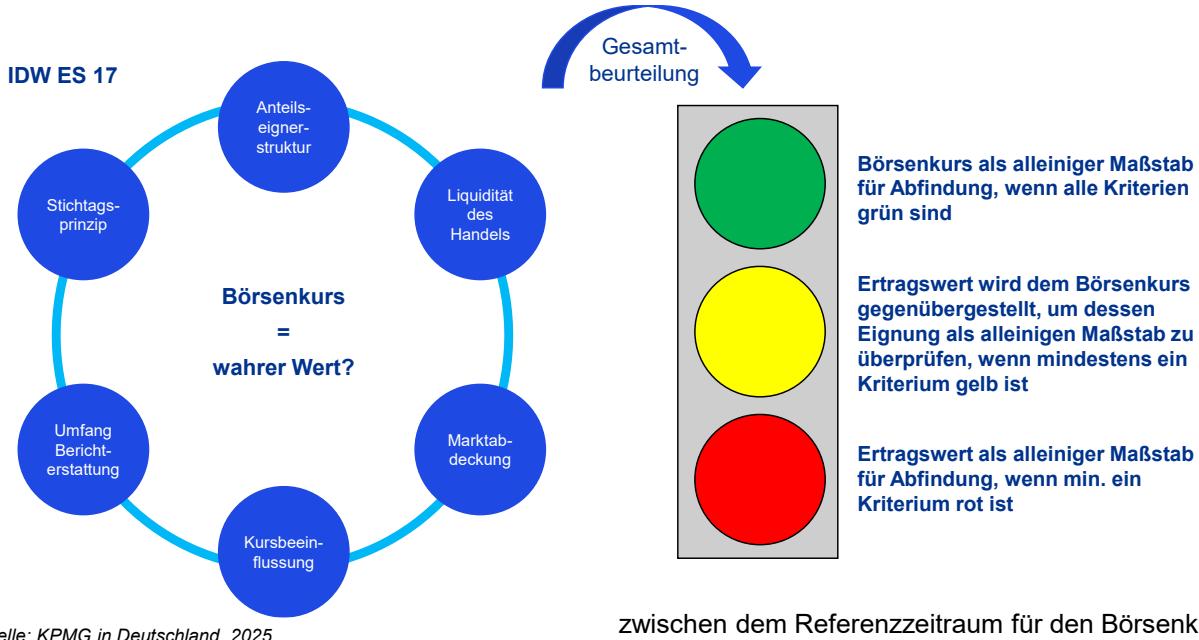
Der bekannte Satz von Adolf Moxter „Bewerten heißt vergleichen“ bedeutet nicht nur die Übertragung des bekannten Preises einer zum Bewertungsobjekt äquivalenten Alternativinvestition auf das Bewertungsobjekt, sondern impliziert auch immer den Vergleich von mindestens zwei weitestgehend voneinander unabhängigen Wert- bzw. Preispunkten für das Bewertungsobjekt. Dieses zentrale Postulat kennt jeder Bewertende in der Bewertungspraxis für die Plausibilisierung seines Bewertungsergebnisses. Es ist daher bereits seit vielen Jahren zu Recht im Bewertungsstandard IDW S 1, in der Rechtsprechung und in der Umsetzung der Bewertungspraxis bei der Plausibilisierung fundamental angeleiteter Unternehmenswerte (beispielsweise mittels Ertragswertverfahren) zum Beispiel durch Multiplikatorverfahren verankert. Letzteren liegen als Basis regelmäßig Börsenkurse zugrunde. Einen wichtigen Vergleichsmaßstab kann dementsprechend auch der eigene Börsenkurs eines Bewertungsobjektes darstellen.

Für die zahlreichen Bewertungsanlässe der Bewertungspraxis kann daher grundsätzlich kein Wert bzw. Preis alleinig und isoliert betrachtet den Anspruch erheben, die gesuchte Bewertungsgröße sachgerecht zu reflektieren. Beobachtete und berechnete Größen unterliegen regelmäßig unsicheren Einflüssen auf realen Märkten und Ermessensspielräumen in Bewertungsmodellen. Der hieraus resultierenden Unsicherheit kann durch eine gebotene parallele Analyse und Anwendung mehrerer Wert- oder Preismaßstäbe sachgerecht begegnet werden. So gibt die Relation von Werten und Preisen regelmäßig notwendige Hinweise bezüglich der wechselseitigen Plausibilisierung berechneter und beobachtbarer Ergebnisse. In diesem Zusammenhang ist zudem zu beachten, dass für eine zutreffende Analyse keineswegs die betrachteten Wert- bzw. Preispunkte möglichst eng beieinander liegen müssen. In der Bewertungspraxis ist hinlänglich bekannt, dass das Ziel einer finalen Gesamtschau nicht zwangsläufig im Nachweis einer möglichen Identität aller betrachteten Wert- und Preismaßstäbe liegt.

Denn Abweichungen des fundamentalen Ertragswerts zu einzelnen Referenzpunkten, wie beispielsweise Börsenkursen, sowie Abweichungen zwischen den alternativen Referenzpunkten, wie beispielsweise Börsenkursen und Multiplikatoren, können aus guten Gründen bestehen.

Neben regelmäßig zyklischen und konjunkturellen Schwankungen und in seltenen Fällen auch zum Teil hohen Über- und Unterbewertungen an realen Transaktionsmärkten können empirisch beobacht-

Abbildung 2: Konzeptionelle Basis IDW ES 1 und IDW ES 17



bare Transaktionspreise wie Börsenkurse und aus ihnen abgeleitete Bewertungsergebnisse zusätzlich durch zahlreiche Sachverhalte beeinflusst sein. Bei der Gesamtbetrachtung ist eine widerspruchsfreie Relation der anderen Wert- und Preismaßstäbe untereinander und zum fundamentalen Ertragswert wichtiger als eine mögliche Identität. Sofern ein Börsenkurs signifikant vom fundamentalen Ertragswert abweicht, sind die Ursachen hierfür kritisch zu analysieren und dahingehend zu überprüfen, ob der Börsenkurs in diesen Fällen eine zweckadäquate Basis gesetzlicher Kompensationsansprüche sein kann.

IDW ES 17 und Empfehlungen für die Bewertungspraxis

Der IDW ES 17 folgt den konzeptionellen Vorgaben etablierter Preisbildungsmodelle und transferiert diese in praktikable Handlungsempfehlungen für die Bewertungspraxis. Basis der Angemessenheitsbeurteilung bilden aus den konzeptionellen Vorgaben entwickelte Beurteilungskriterien und -handlungen, deren Ergebnisse in ein einfaches Ampelsystem überführt werden, wie die Abbildung 2 illustriert.

Berücksichtigung des Stichtagsprinzip

Reflektiert der Börsenkurs zum Börsenkurstichtag die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag angemessen?

Grün: Die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Bewertungsstichtag nicht deutlich verändert.

Rot: Die operative oder finanzielle Struktur oder die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich

zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Bewertungsstichtag deutlich verändert.

Anteilseignerstruktur

Der Kurs einer Aktie kann von den Anteilseignern und deren Verhalten in unterschiedlicher Art und Weise geprägt sein:

Atomistische Anteilseignerstruktur

Beim Vorliegen einer Anteilseignerstruktur mit (einzelnen oder gemeinsam) kontrollierenden oder ökonomisch dominierenden Anteilseignern kann das Risiko bestehen, dass Preise ökonomisch einseitig zum Nachteil der Minderheitsgesellschafter beeinflusst werden.

Grün: Bei atomistischer Anteilseignerstruktur kann kein Anteilseigner und keine Gruppe von Anteilseignern einen beherrschenden Einfluss bzw. einen bestimmenden Preiseinfluss ausüben.

Gelb: Ein einzelner Anteilseigner oder eine Gruppe von Anteilseignern verfügt über einen (faktisch) beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen.

Rot: Das Unternehmen ist vertraglich beherrscht gemäß § 291 AktG (Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag).

Mögliche Kursbeeinflussungen

Aus der Anteilseignerstruktur können sich mögliche Kursbeeinflussungen ergeben, die nicht durch die erwartete Ertragskraft oder die Renditeerwartungen der Investoren beeinflusst wurden.

Grün: Keine offensichtlichen Anhaltspunkte hierfür.

Gelb: Es liegen offensichtliche Anhaltspunkte hierfür vor, beispielsweise Kursausschläge von über fünf Prozent ohne neue Informationen.

Rot: behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße gegen die Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung).

Informationsasymmetrien

Unterschiedliche Informationsstände der Marktteilnehmer sowie teilweise oder vollständig fehlende Informationen können regelmäßig nicht zu Börsenkursen im Sinne von „wahren Werten“ führen. Hierunter fallen:

Marktabdeckung

Das Vorliegen einer Vielzahl von Marktmeinungen wie beispielsweise Analysten und relativ übereinstimmende Erwartungen der Marktbeobachter erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsbewertung.

Grün: Es liegt eine breite und aktuelle Marktabdeckung vor. Zudem weisen die Prognosen der Marktteilnehmer untereinander eine relativ geringe Spannweite auf.

Gelb: Es liegt eine aktuelle Marktabdeckung vor. Allerdings bestehen deutliche Abweichungen zwischen den Prognosen der Marktteilnehmer untereinander zum Börsenkurstichtag.

Rot: Das Unternehmen wird nicht durch Analysten beobachtet oder es liegen keine aktuellen Analystenprognosen vor.

Umfang der Berichterstattung

Ein hoher Grad an Informationsbereitstellung ist zwingende Voraussetzung für eine effektive Informationsbewertung.

Grün: Notierung im regulierten Markt und dadurch höchste Berichterstattungspflichten oder freiwillige Informationen in einem vergleichbaren Umfang.

Gelb: Notierung im Freiverkehr mit eingeschränkten Berichterstattungspflichten.

Rot: Das Wertpapier des Unternehmens wird ohne Antrag oder Zustimmung des Emittenten im Freiverkehr gehandelt, sodass keine spezifischen Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern bestehen.

Effiziente Informationsverarbeitung

Auf liquiden Märkten werden neue Informationen schnell verarbeitet und die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsbewertung ist hoch. Die Liquidität des Aktienhandels wird anhand von Liquiditätskennziffern, zum Beispiel durch relative Geld-Brief-Spannen, relative und absolute Handelsvolumen oder Handelsumsätze pro Tag oder die Anzahl der Handelstage beurteilt.

Grün: Liquidität der Aktie vergleichbar oder besser als bei DAX- oder MDAX-Unternehmen.

Gelb: keine zu DAX- oder MDAX- Unternehmen vergleichbare Liquidität.

Rot: An weniger als einem Drittel der Börsentage Handel und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse weichen um mehr als fünf Prozent

voneinander ab (§ 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO erfüllt).

Die Einschätzung zur Eignung des Börsenkurses ist abschließend in einer Gesamtbeurteilung zu treffen. Sofern bei mindestens einem Kriterium eine rote Ausprägung vorliegt, darf gemäß IDW ES 17 der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden. Bei gelber Ausprägung bei mindestens einem Beurteilungskriterium ist die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 ebenfalls erforderlich. Nur wenn die Ausprägungen aller Kriterien als grün beurteilt wird, kann davon ausgegangen werden, dass der konzeptionelle Rahmen für die Beurteilung des Preisbildungsprozesses sowie für die notwendigen Beurteilungskriterien und -handlungen hinreichend erfüllt sind und der Börsenkurs aus ökonomischer Sicht als alleinige Schätzgrundlage für den „wahren“ Wert herangezogen werden kann.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Heidestraße 58
10557 Berlin

Newsletter kostenlos
abonnieren

[www.kpmg.de/newsletter/
subscribe.aspx](http://www.kpmg.de/newsletter/subscribe.aspx)

Sprechen Sie uns an



Stefan Schöniger
Partner

Fuhrentwiete 5
20355 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com



Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Heidestraße 58
10557 Berlin
T +49 30 2068-1488
atschoepel@kpmg.com

kpmg.com/socialmedia



Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation.

© 2025 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und ein Mitglied der globalen KPMG-Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer Private English Company Limited by Guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind Marken, die die unabhängigen Mitgliedsfirmen der globalen KPMG-Organisation unter Lizenz verwenden.