

Pflichtveröffentlichung gemäß § 14 Abs. 2 und 3, § 34 des Wertpapiererwerbs- und
Übernahmegesetze (WpÜG) in Verbindung mit § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 Börsengesetz
(BörsG)

ANGEBOTSUNTERLAGE

Öffentliches Delisting-Übernahmeangebot (Barangebot)

der

MS ProActive Verwaltungs GmbH
Karlstraße 8-20
78549 Spaichingen
Deutschland

an die Aktionäre der

MS Industrie AG
Brienner Str. 7
80333 München
Deutschland

**zum Erwerb sämtlicher, nicht unmittelbar von der Bieterin gehaltenen, auf den Inhaber
lautenden Stückaktien der MS Industrie AG gegen Zahlung einer Gegenleistung in
Höhe von EUR 1,61 je Aktie**

Annahmefrist:

23.06.2023 bis 21.07.2023, 24.00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland)

Aktien der MS Industrie AG:
ISIN DE0005855183 / WKN 585518
zum Verkauf eingereichte Aktien der MS Industrie AG:
ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG

Aktionäre der MS Industrie AG, insbesondere Aktionäre mit Wohnsitz, Sitz oder gewöhnlichem Aufenthalt außerhalb der Bundesrepublik Deutschland sollten die Hinweise unter der Ziffer 2 ("Verbreitung dieser Angebotsunterlage und Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland") dieser Angebotsunterlage beachten.

Inhaltsverzeichnis

1.	Allgemeine Hinweise für Aktionäre	5
1.1.	Durchführung des Delisting-Übernahmeangebots nach dem deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.....	5
1.2.	Prüfung der Angebotsunterlage durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	6
1.3.	Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots.....	6
1.4.	Veröffentlichung der Angebotsunterlage	6
1.5.	Beabsichtigter Widerruf der Zulassung und Segmentwechsel.....	6
2.	Verbreitung dieser Angebotsunterlage und Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland.....	6
2.1.	Verbreitung der Angebotsunterlage außerhalb der Bundesrepublik Deutschland.	6
2.2.	Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, der Europäischen Union oder des Europäischen Wirtschaftsraums	7
3.	Hinweise zu den in dieser Angebotsunterlage enthaltenen Informationen	7
3.1.	Allgemeines	7
3.2.	Stand und Quellen der in der Angebotsunterlage enthaltenen Informationen.....	8
3.3.	Zukunftsgerichtete Aussagen.....	8
3.4.	Keine Aktualisierung	8
4.	Zusammenfassung des Angebots	9
5.	Das Angebot	11
5.1.	Gegenstand des Angebots und Angebotspreis	11
5.2.	Annahmefristen.....	11
6.	Durchführung des Angebots.....	12
6.1.	Abwicklungsstelle	12
6.2.	Annahmeerklärung und Umbuchung innerhalb der Annahmefristen	12
6.3.	Weitere Erklärungen der MS-Aktionäre im Zusammenhang mit der Annahme des Angebots	13
6.4.	Rechtsfolgen der Annahme	14
6.5.	Abwicklung des Angebots und Zahlung des Kaufpreises nach Ablauf der jeweiligen Annahmefrist.....	14
6.6.	Kein Handel mit zum Verkauf eingereichten Aktien.....	14
6.7.	Kosten der Annahme	15
6.8.	Aufbewahrung von Unterlagen.....	15
7.	Die Bieterin und die mit der Bieterin gemeinsam handelnden Personen.....	15
7.1.	Beschreibung der Bieterin.....	15
7.2.	Mit der Bieterin gemeinsam handelnde Personen.....	16
7.3.	Gegenwärtiger Aktienbesitz der Bieterin, der mit ihr gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen an der Zielgesellschaft, Zurechnung von Stimmrechten.....	16
7.4.	Angaben zu Wertpapiergeschäften	17
7.5.	Rechtliche Voraussetzungen für dieses Angebot bei der Bieterin	17

7.6.	Nichtannahme- und Depotsperrvereinbarungen.....	17
8.	Beschreibung der Zielgesellschaft.....	17
8.1.	Rechtliche Grundlagen der Zielgesellschaft	17
8.2.	Kapitalverhältnisse der Zielgesellschaft	18
8.3.	Organe	19
8.4.	Wesentliche Aktionäre der Zielgesellschaft.....	19
8.5.	Konzernstruktur und Geschäftstätigkeit der MS Industrie.....	20
8.6.	Mit der Zielgesellschaft gemeinsam handelnde Personen	20
8.7.	Hinweise auf die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der MS zum Angebot 21	
9.	Hintergrund des öffentlichen Delisting-Übernahmeangebots sowie des Widerrufs der Zulassung.....	21
9.1.	Wirtschaftliche und strategische Gründe für den Widerruf der Zulassung	21
9.2.	Abwägung der möglichen Nachteile für die MS-Aktionäre.....	22
9.3.	Kein Pflichtangebot der Bieterin.....	22
9.4.	Absichten der Bieterin im Hinblick auf die zukünftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft und der Bieterin	23
10.	Erläuterung zur Festsetzung der Angebotsgegenleistung.....	25
10.1.	Mindestgegenleistung	25
10.2.	Angemessenheit der Gegenleistung	25
10.3.	Angaben zur Entschädigung nach §33b WpÜG	26
11.	Behördliche Genehmigungen und Verfahren.....	26
12.	Finanzierung des Angebots	26
12.1.	Maximale Gegenleistung	26
12.2.	Finanzierungsmaßnahmen	27
12.3.	Finanzierungsbestätigung.....	27
13.	Erwartete Auswirkungen eines erfolgreichen Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bieterin.....	28
13.1.	Allgemeine Vorbemerkung.....	28
13.2.	Vorbehalte	28
13.3.	Annahmen	29
13.4.	Auswirkungen auf die Bilanz der Bieterin	29
13.5.	Auswirkungen auf die Ertragslage der Bieterin	31
14.	Rückabwicklung	31
14.1.	Rücktrittsgründe.....	31
14.2.	Ausübung des Rücktrittsrechts	32
14.3.	Rechtsfolgen und Kosten des Rücktritts	32
15.	Mögliche Auswirkungen auf die MS-Aktionäre, die das Angebot nicht annehmen	32
15.1.	Allgemeine Auswirkungen.....	32
15.2.	Übernahmerechtlicher Squeeze-Out.....	33
15.3.	Andienungsrecht der MS-Aktionäre	34

16. Vorteile für Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats der MS Industrie	34
17. Steuern	34
18. Veröffentlichungen	34
19. Anwendbares Recht und Gerichtsstand	35
20. Erklärung über die Übernahme der Verantwortung.....	35
Anlage 8.5: Unmittelbare und mittelbare Tochterunternehmen der MS Industrie AG.....	37
Anlage 12.3: Finanzierungsbestätigung.....	38
Anlage 10.2: Bewertungsgutachten.....	39

1. Allgemeine Hinweise für Aktionäre

1.1. Durchführung des Delisting-Übernahmeangebots nach dem deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Diese Angebotsunterlage („**Angebotsunterlage**“) enthält das freiwillige öffentliche Delisting-Übernahmeangebot („**Angebot**“) der MS ProActive Verwaltungs GmbH, mit Sitz in Spaichingen eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 728 743 (Geschäftsanschrift: Karlstraße 8-20, 78549 Spaichingen) („**Bieterin**“) an die Aktionäre der MS Industrie AG, mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 133 497 (Geschäftsanschrift: Briener Straße 7, 80333 München) („**MS Industrie**“ oder „**Zielgesellschaft**“).

Das Angebot richtet sich an alle Aktionäre der Zielgesellschaft („**MS-Aktionäre**“) und bezieht sich auf den Erwerb sämtlicher, nicht unmittelbar von der Bieterin gehaltenen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Zielgesellschaft, einschließlich aller mit diesen Aktien zum Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots verbundener Rechte (jeweils eine „**MS-Aktie**“ und zusammen „**MS-Aktien**“) insbesondere des Rechts auf Dividende und des Stimmrechts.

Das Angebot ist ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot und zugleich ein Delistingangebot nach dem Börsengesetz („**BörsG**“) zum Erwerb von Wertpapieren gemäß den Vorschriften des deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes („**WpÜG**“) und der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots („**WpÜGAngebVO**“) sowie des Börsengesetzes.

Gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG muss zum Zeitpunkt der Einreichung des Widerrufs der Zulassung eine Angebotsunterlage zum Erwerb aller MS-Aktien unter Hinweis auf den Delisting-Antrag veröffentlicht worden sein. Ein solches öffentliches Delisting-Übernahmeangebot muss sowohl im Einklang mit den Bestimmungen des WpÜG stehen, als auch den Anforderungen des § 39 BörsG entsprechen. Die Angebotsunterlage und das Angebot selbst erfüllen daher nicht nur die Bestimmungen des WpÜG, sondern auch die Voraussetzungen des BörsG. Insbesondere unterliegt das Angebot keinen Bedingungen, die Gegenleistung erfüllt die Anforderungen nach § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG sowie die Anforderungen nach § 5 Abs. 4 WpÜGAngebVO (vgl. Ziffer 10 der Angebotsunterlage) und die Angebotsunterlage enthält die Angaben gemäß § 2 Nr. 7a WpÜGAngebVO (vgl. Ziffer 15.1 der Angebotsunterlage).

Die Durchführung als ein öffentliches Angebot nach den Bestimmungen anderer Rechtsordnungen als dem Recht der Bundesrepublik Deutschland erfolgt nicht und ist auch nicht beabsichtigt. Weitere Bekanntmachungen, Registrierungen, Zulassungen oder Genehmigungen der Angebotsunterlage und/oder des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland sind deshalb von der Bieterin weder beantragt oder veranlasst worden, noch ist dies von der Bieterin vorgesehen. MS-Aktionäre können daher nicht auf die Anwendung ausländischer Bestimmungen zum Schutz von Anlegern vertrauen. Jeder Vertrag, der infolge der Annahme des Angebots mit der Bieterin zustande kommt, unterliegt ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland und ist ausschließlich in Übereinstimmung mit diesem Recht auszulegen.

Sofern auf Ziffern verwiesen wird, sind dies Ziffern dieser Angebotsunterlage.

1.2. Prüfung der Angebotsunterlage durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) hat diese Angebotsunterlage nach deutschem Recht und in deutscher Sprache geprüft und ihre Veröffentlichung am 22.06.2023 gestattet.

1.3. Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots

Die Bieterin hat ihre Entscheidung zur Abgabe dieses Angebots am 15.05.2023 in Übereinstimmung mit § 10 Abs. 1 und 3 WpÜG veröffentlicht. Die genannte Veröffentlichung ist im Internet unter <http://www.ms-proactive.de> abrufbar.

1.4. Veröffentlichung der Angebotsunterlage

Diese Angebotsunterlage wird in Übereinstimmung mit § 14 Abs. 2 und 3 WpÜG am 23.06.2023 durch (i) Bekanntgabe im Internet unter <http://www.ms-proactive.de> und (ii) durch Bereithaltung zur kostenlosen Ausgabe bei der MS Industrie AG, Briener Str. 7, 80333 München, worauf durch Hinweisbekanntmachung im Bundesanzeiger hingewiesen wird, veröffentlicht.

Die Angebotsunterlage wird ausschließlich in deutscher Sprache veröffentlicht. Über die zuvor genannten Veröffentlichungen hinaus wird die Angebotsunterlage nicht veröffentlicht.

1.5. Beabsichtigter Widerruf der Zulassung und Segmentwechsel

Die Aktien der MS Industrie sind an der Frankfurter Wertpapierbörse zum Börsenhandel am regulierten Markt zugelassen und gelistet: Die Bieterin hat mit dem Vorstand der MS Industrie am 12.05.2023 eine Vereinbarung dahingehend getroffen, dass der Vorstand der MS Industrie bis kurz vor Ende der Annahmefrist dieses Angebots bei der Frankfurter Wertpapierbörse einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der MS-Aktien stellt (siehe dazu Ziffer 9.1 dieser Angebotsunterlage). Der Widerruf der Zulassung wird nicht vor Ende der weiteren Annahmefrist wirksam.

Der Vorstand der MS Industrie hat am 19.05.2023 einen Antrag auf Einbeziehung der Aktien der MS Industrie AG in den Handel des Segments m:access an der Börse München beantragt. Dieser Antrag wurde am 26.05.2023 genehmigt. Darüber hinaus strebt der Vorstand der MS Industrie in Abstimmung mit der Bieterin die Fortführung des XETRA-Listings der MS-Aktien an und hat in diesem Zusammenhang einen entsprechenden Antrag beim zuständigen Designated Sponsor gestellt.

Das Marktsegment m:access an der Börse München sowie das elektronische Handelssystem XETRA gehörten dem Freiverkehr an und sind keine regulierten Märkte.

2. Verbreitung dieser Angebotsunterlage und Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

2.1. Verbreitung der Angebotsunterlage außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

Diese Angebotsunterlage wird ausschließlich zur Einhaltung der Bestimmungen des WpÜG und des BörsG verbreitet und stellen weder eine Abgabe, Veröffentlichung noch eine öffentliche Werbung für ein Angebot nach der Maßgabe von Gesetzen und Verordnungen

anderer Rechtsordnungen als die der Bundesrepublik Deutschland dar. Die Abgabe und Veröffentlichung eines Angebots und die öffentliche Werbung für ein Angebot nach den Vorschriften anderer Rechtsordnungen als der der Bundesrepublik Deutschland sind nicht beabsichtigt.

Die Veröffentlichung, Versendung, Verteilung oder Verbreitung dieser Angebotsunterlage oder sonstiger mit dem Angebot im Zusammenhang stehender Unterlagen kann in den Anwendungsbereich anderer Rechtsordnungen als jener der Bundesrepublik Deutschland fallen, in denen die Veröffentlichung, Versendung, Verteilung oder Verbreitung der Angebotsunterlage gesetzlichen Restriktionen unterliegt. Die Angebotsunterlage und sonstige mit dem Angebot im Zusammenhang stehende Unterlagen dürfen durch Dritte nicht in Länder versandt oder dort veröffentlicht, verbreitet oder verteilt werden, wenn und soweit eine solche Versendung, Veröffentlichung, Verbreitung oder Verteilung gegen anwendbare Rechtsvorschriften verstoßen würde oder von der Einhaltung behördlicher Verfahren oder Erteilung einer Genehmigung oder der Erfüllung von weiteren Voraussetzungen abhängig ist und diese nicht vorliegen.

Die Bieterin hat die Veröffentlichung, Versendung, Verteilung oder Verbreitung der Angebotsunterlage oder sonstiger mit dem Angebot im Zusammenhang stehender Unterlagen durch Dritte außerhalb der Bundesrepublik Deutschland nicht gestattet. Dies steht der Verbreitung der Angebotsunterlage (und der Annahme des Angebots) in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder des Europäischen Wirtschaftsraums nicht entgegen. Die Bieterin und die mit ihr gemeinsam handelnden Personen im Sinne von § 2 Abs. 5 WpÜG übernehmen keine Gewähr, dass die Versendung, Verteilung oder Verbreitung der Angebotsunterlage oder sonstiger mit dem Angebot im Zusammenhang stehender Unterlagen mit anwendbaren Rechtsvorschriften anderer Rechtsordnungen als denjenigen der Bundesrepublik Deutschland vereinbar ist.

2.2. Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, der Europäischen Union oder des Europäischen Wirtschaftsraums

Es wird darauf hingewiesen, dass das Angebot von allen MS-Aktionären nach Maßgabe dieser Angebotsunterlage und den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften angenommen werden kann. Die Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, der Europäischen Union oder des Europäischen Wirtschaftsraums kann aber rechtlichen Beschränkungen oder zusätzlichen Anforderungen unterliegen. MS-Aktionäre, die die Angebotsunterlage außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, der Europäischen Union oder des Europäischen Wirtschaftsraums erhalten und/oder das Angebot annehmen möchten und dem Anwendungsbereich anderer kapitalmarktrechtlicher Vorschriften als derjenigen der Bundesrepublik Deutschland, der Europäischen Union oder des Europäischen Wirtschaftsraums unterliegen, sollten sich über die im Einzelfall jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften und die sich daraus ergebenden Beschränkungen und Anforderungen erkundigen und diese einhalten. Die Bieterin übernimmt keine Gewähr dafür, dass die Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland der Europäischen Union oder des Europäischen Wirtschaftsraums nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist.

3. Hinweise zu den in dieser Angebotsunterlage enthaltenen Informationen

3.1. Allgemeines

Zeitangaben in der Angebotsunterlage beziehen sich, sofern nicht ausdrücklich anders angegeben, auf die Ortszeit in Frankfurt am Main, Deutschland. Verweise auf einen Bankarbeitstag („Bankarbeitstag“) beziehen sich auf einen Tag, an dem die Banken in

Frankfurt am Main, Deutschland, für den allgemeinen Geschäftsverkehr geöffnet sind. Verweise auf „EUR“ beziehen sich auf Euro; „TEUR“ bedeutet eintausend Euro. Verweise auf „Tochterunternehmen“ beziehen sich auf Tochterunternehmen im Sinne des § 2 Abs. 6 WpÜG.

Die Bieterin hat Dritte nicht ermächtigt, Aussagen zu dem Angebot oder der Angebotsunterlage zu tätigen. Falls Dritte dennoch solche Aussagen tätigen, sind diese weder der Bieterin noch den mit der Bieterin gemeinsam handelnden Personen im Sinne des § 2 Abs. 5 Satz 1 und Satz 3 WpÜG zuzurechnen.

3.2. Stand und Quellen der in der Angebotsunterlage enthaltenen Informationen

Sämtliche Angaben, Ansichten, Absichten und in die Zukunft gerichtete Aussagen in dieser Angebotsunterlage beruhen auf den der Bieterin bis zum Tag der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage vorliegenden Informationen und Planungen und auf bestimmten Annahmen und Einschätzungen der Bieterin zu diesem Zeitpunkt. Die in dieser Angebotsunterlage enthaltenen Informationen stammen aus allgemein zugänglichen Informationsquellen, vor allem aus Pressemitteilungen der Zielgesellschaft, den im Internet unter <https://www.ms-industrie.de> veröffentlichten Angaben, den Finanzberichten, der Satzung sowie Handelsregisterinformationen der MS Industrie. Insbesondere wurden bei der Erstellung der Angebotsunterlage der veröffentlichte Finanzbericht der MS Industrie für das Geschäftsjahr 2022 zugrunde gelegt, der auf der Internetseite der MS Industrie unter <http://www.ms-industrie.de> unter der Rubrik „Investor Relations/Finanzberichte“ veröffentlicht wurde und dort abrufbar ist. Zusätzlich hat die Bieterin im Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung auf das Wissen der beiden Vorstände der Zielgesellschaft, Herrn Dr. Andreas Aufschneider und Herrn Armin Distel, die gleichzeitig alleinige Gesellschafter der Bieterin sind, zurückgegriffen.

Öffentlich zugängliche Informationen wurden von der Bieterin nicht gesondert überprüft. Solche öffentlich zugänglichen Informationen können auch bis zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage überholt sein.

3.3. Zukunftsgerichtete Aussagen

Diese Angebotsunterlage und deren Anlagen enthalten bestimmte in die Zukunft gerichtete Aussagen der Bieterin, welche die Absichten, Ansichten oder gegenwärtige Erwartungen und Annahmen der Bieterin im Hinblick auf zukünftige mögliche Ereignisse, z.B. hinsichtlich der möglichen Folgen des Angebots für die Zielgesellschaft und die verbleibenden MS-Aktionäre oder zukünftiger Finanzergebnisse, zum Ausdruck bringen. Die in die Zukunft gerichteten Aussagen beruhen auf gegenwärtigen Planungen, Schätzungen und Prognosen, die die Bieterin nach bestem Wissen vorgenommen hat, treffen aber keine Aussage über ihre zukünftige Richtigkeit. Zukunftsgerichtete Aussagen unterliegen Risiken und Ungewissheiten, die meist nur schwer vorherzusagen sind und gewöhnlich nicht im Einflussbereich der Bieterin liegen. Es sollte berücksichtigt werden, dass die tatsächlichen Ergebnisse oder Folgen erheblich von den in den zukunftsgerichteten Aussagen angegebenen oder enthaltenen Planungen, Schätzungen und Prognosen abweichen können.

3.4. Keine Aktualisierung

Die Bieterin behält sich vor, die Angebotsunterlage zu berichtigen oder zu aktualisieren, soweit dies nach den Vorschriften des WpÜG zulässig oder geboten ist. Sie weist aber ausdrücklich darauf hin, dass sie derzeit beabsichtigt, die Angebotsunterlage nur zu aktualisieren, soweit sie dazu nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland verpflichtet ist.

4. Zusammenfassung des Angebots

Die nachfolgende Zusammenfassung enthält einen Überblick über ausgewählte Informationen in dieser Angebotsunterlage. Sie wird durch die an anderer Stelle in dieser Angebotsunterlage wiedergegebenen Informationen und Angaben ergänzt und ist im Zusammenhang mit diesen zu lesen. Diese Zusammenfassung enthält somit nicht alle Informationen, die für MS-Aktionäre in Bezug auf eine mögliche Angebotsannahme relevant sein könnten. MS-Aktionäre sollten daher die gesamte Angebotsunterlage aufmerksam lesen.

Bieterin	MS ProActive Verwaltungs GmbH mit Sitz in Spaichingen, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 728 743 (Geschäftsanschrift: Karlstraße 8-20, 78549 Spaichingen)
Zielgesellschaft	MS Industrie AG mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 133 497 (Geschäftsanschrift: Briener Straße 7, 80333 München)
Gegenstand des Angebots	Erwerb sämtlicher nicht unmittelbar von der Bieterin gehaltenen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien der MS Industrie AG; International Securities Identification Number („ISIN“) DE0005855183, Wertpapierkennnummer („WKN“) 585518; einschließlich zum Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots damit verbundener Nebenrechte (insbesondere das Recht auf Dividende und das Stimmrecht).
Angebotspreis	EUR 1,61 in bar je MS-Aktie
Annahmefrist	Die Frist für die Annahme des Angebots beginnt am 23.06.2023 und endet am 21.07.2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland) („ Annahmefrist “), es kann zu einer Verlängerung dieser Frist kommen (wie in Ziffer 5.2 ausgeführt). Da es sich bei dem Angebot um ein freiwilliges Übernahmeangebot nach § 29 WpÜG handelt, besteht gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG eine weitere Annahmefrist von zwei Wochen („ weitere Annahmefrist “). Sofern sich die Annahmefrist nicht verlängert, beginnt die weitere Annahmefrist voraussichtlich am 27.07.2023 und endet am 09.08.2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland).
ISIN / WKN	<ul style="list-style-type: none"> ▪ MS-Aktien: ISIN DE0005855183 / WKN 585518 ▪ Für MS-Aktien die von den MS-Aktionären im Einklang mit den Bedingungen dieses Angebots innerhalb der Annahmefristen zum Verkauf eingereicht werden („zum Verkauf eingereichte MS-Aktien“): ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG
Widerruf der Zulassung zum Handel	Der Vorstand der MS Industrie hat mit der Bieterin eine Vereinbarung dahingehend getroffen, dass der Vorstand der MS Industrie den Widerruf der Zulassung der MS-Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse kurz vor Ende der Annahmefrist beantragt. Der Widerruf wird nicht vor Ende der weiteren Annahmefrist (wie in Ziffer 1.5 ausgeführt) wirksam.
Annahme des Angebots	Die Annahme des Angebots ist während der Annahmefristen schriftlich gegenüber dem jeweiligen depotführenden Institut (wie in Ziffer 6.2 definiert) zu erklären. Sie wird erst mit der fristgerechten Umbuchung der zum Verkauf eingereichten MS-Aktien in die ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG wirksam. Die Umbuchung gilt als fristgerecht, wenn sie aufgrund einer fristgerechten Anweisung spätestens bis 18.00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland) am zweiten Bankarbeitstag nach Ablauf der jeweiligen Annahmefrist bewirkt wurde.

	Bis zur Abwicklung des Angebots verbleiben die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien, für die die Annahmeerklärung wirksam geworden ist, im Depot des annehmenden MS-Aktionärs.
Kosten der Annahme	Die Annahme des Angebots über ein depotführendes Institut (wie in Ziffer 6.2 definiert) mit Sitz in Deutschland (einschließlich einer deutschen Niederlassung eines ausländischen depotführenden Instituts) ist für die MS-Aktionäre nach Maßgabe von Ziffer 6.7 bis auf die Kosten der Übermittlung der Annahmeerklärung an das jeweilige depotführende Institut kosten- und spesenfrei. Die Gebühren, Kosten und Auslagen ausländischer depotführender Institute sind von den das Angebot annehmenden MS-Aktionären zu tragen. Steuern und Abgaben, die im Zusammenhang mit der Annahme dieses Angebots und der Übertragung der zum Verkauf eingereichten MS-Aktien gegen Zahlung des Angebotspreises anfallen, sind von jedem annehmenden MS-Aktionär selbst zu tragen.
Vollzugsbedingungen	Der Vollzug dieses Angebots und die durch seine Annahme mit den MS-Aktionären zustande kommenden Verträge stehen unter keinen Bedingungen.
Abwicklung	Die Zahlung des Angebotspreises (wie in Ziffer 5.1 definiert) für alle zum Verkauf eingereichten MS-Aktien erfolgt unverzüglich, spätestens acht Bankarbeitstage nach Ablauf der weiteren Annahmefrist. Mit Gutschrift des Angebotspreises auf dem Konto des jeweiligen depotführenden Instituts bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main, Deutschland („ Clearstream “) hat die Bieterin die Verpflichtung zur Zahlung des Angebotspreises gegenüber dem jeweiligen MS-Aktionär erfüllt. Es obliegt den depotführenden Instituten, den Angebotspreis dem Konto des jeweils annehmenden MS-Aktionärs unverzüglich gutzuschreiben.
Börsenhandel	Die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien können nach ihrer Umbuchung in die ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG nicht mehr über die Börse gehandelt werden. Ein Handel für die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien wird nicht beantragt. Der Börsenhandel mit MS-Aktien, die nicht zum Verkauf eingereicht wurden, bleibt bis zum Wirksamwerden des Widerrufs der Zulassung im regulierten Markt unberührt. Anschließend ist ein Börsenhandel über das Marktsegment m:access an der Börse München oder das elektronische Handelssystem XETRA weiterhin möglich.
Veröffentlichungen	Die Angebotsunterlage wird am 23.06.2023 durch (i) Bekanntgabe im Internet unter http://www.ms-proactive.de und (ii) durch Bereithaltung zur kostenlosen Ausgabe bei der MS Industrie AG, Brienner Str. 7, 80333 München, worauf durch Hinweisbekanntmachung im Bundesanzeiger hingewiesen wird, veröffentlicht. Die Angebotsunterlage wird ausschließlich in deutscher Sprache veröffentlicht. Über die zuvor genannten Veröffentlichungen hinaus wird die Angebotsunterlage nicht veröffentlicht. Alle weiteren nach dem WpÜG erforderlichen Mitteilungen und Bekanntmachungen der Bieterin im Zusammenhang mit diesem Angebot werden im Internet unter http://www.ms-proactive.de sowie im Bundesanzeiger veröffentlicht.
Rücktrittsrecht	Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, steht nach Maßgabe von Ziffer 14 dieser Angebotsunterlage ein Rücktrittsrecht

für den Fall der Änderung des Angebots sowie der Abgabe eines konkurrierenden Angebots zu.

5. Das Angebot

5.1. Gegenstand des Angebots und Angebotspreis

Gegenstand des Angebots sind sämtliche MS-Aktien die nicht unmittelbar von der Bieterin gehalten werden.

Die Bieterin bietet hiermit allen Aktionären der MS Industrie AG an, ihre auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Zielgesellschaft, einschließlich aller mit diesen Aktien zum Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots verbundener Rechte, insbesondere des Rechts auf Dividenden und Stimmrechte, zum Kaufpreis („**Angebotspreis**“) von

EUR 1,61 je MS-Aktie

nach Maßgabe der weiteren Bestimmungen dieser Angebotsunterlage zu erwerben.

5.2. Annahmefristen

5.2.1 Dauer der Annahmefristen

Die Frist für die Annahme dieses Angebotes („**Annahmefrist**“) beginnt mit der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage am 23.06.2023 und endet, vorbehaltlich einer Verlängerung der Annahmefrist nach Ziffer 5.2.2 dieser Angebotsunterlage, am 21.07.2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland).

Da es sich bei dem Angebot um ein freiwilliges Übernahmeangebot nach § 29 WpÜG handelt, besteht gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG eine weitere Annahmefrist von zwei Wochen („**weitere Annahmefrist**“). Sofern sich die Annahmefrist nicht verlängert, beginnt die weitere Annahmefrist voraussichtlich am 27.07.2023 und endet am 09.08.2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland). Nach Ablauf der weiteren Annahmefrist kann das Angebot nicht mehr angenommen werden.

5.2.2 Verlängerung der Annahmefrist

Die Annahmefrist kann sich unter den nachfolgend genannten Umständen jeweils wie folgt verlängern:

- a) Ändert die Bieterin dieses Angebot gemäß § 21 Abs. 1 WpÜG, verlängert sich die Annahmefrist gem. § 21 Abs. 5 WpÜG automatisch um zwei Wochen, sofern die Veröffentlichung der Änderung innerhalb der letzten zwei Wochen vor Ablauf der Annahmefrist erfolgt. Die Annahmefrist würde in einem solchen Fall am 04.08.2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland) enden. Als Konsequenz würde die weitere Annahmefrist am 10.08.2023 beginnen und am 23.08.2023, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland) enden. Dies gilt auch, falls das geänderte Angebot gegen Rechtsvorschriften verstößt.
- b) Wird während der Annahmefrist ein konkurrierendes öffentliches Angebot im Sinne von § 22 Abs. 1 WpÜG zum Erwerb von MS-Aktien von einem Dritten abgegeben („**konkurrierendes Angebot**“), so bestimmt sich der Ablauf der Annahmefrist für das vorliegende Angebot der Bieterin nach dem Ablauf der Annahmefrist für das

konkurrierende Angebot, sofern die Annahmefrist für das vorliegende Angebot der Bieterin vor Ablauf der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot abläuft (§ 22 Abs. 2 WpÜG). Dies gilt auch, wenn das konkurrierende Angebot geändert oder untersagt wird oder gegen Rechtsvorschriften verstößt.

- c) Wird im Zusammenhang mit diesem Angebot nach Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage eine Hauptversammlung der Zielgesellschaft einberufen, so beträgt die Annahmefrist unbeschadet der Vorschriften des § 21 Abs. 5 WpÜG und § 22 Abs. 2 WpÜG zehn Wochen ab der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage (§ 16 Abs. 3 WpÜG) dies entspricht vorliegend dem 01.09.2023.

6. Durchführung des Angebots

6.1. Abwicklungsstelle

Die Bieterin hat die Baader Bank AG, Unterschleißheim, als zentrale Abwicklungsstelle („**Abwicklungsstelle**“) mit der technischen Abwicklung des Angebots beauftragt. Die Baader Bank AG übt in Bezug auf das Angebot keine über die wertpapiertechnische Abwicklung und der Abgabe der Finanzierungsbestätigung gemäß § 13 WpÜG hinaus gehenden beratenden Funktionen für die Bieterin aus.

6.2. Annahmeerklärung und Umbuchung innerhalb der Annahmefristen

MS-Aktionäre, die das Angebot annehmen wollen, sollten sich mit eventuellen Fragen bezüglich der Annahme des Angebots und dessen technischer Abwicklung an ihr jeweiliges depotführendes Kreditinstitut bzw. an ihr jeweiliges sonstiges depotführendes Wertpapierdienstleistungsunternehmen bzw. depotführenden anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmens („**depotführendes Institut**“) wenden. Die depotführenden Institute mit Sitz oder Niederlassung in der Bundesrepublik Deutschland sind über die Handhabung der Annahme und die Abwicklung des Angebots gesondert informiert worden und sind gehalten, Kunden, die in ihrem Depot MS-Aktien halten, über das Angebot und die für dessen Annahme erforderlichen Schritte zu informieren.

MS-Aktionäre können das Angebot nur dadurch annehmen, dass sie innerhalb der Annahmefrist

- a) schriftlich die Annahme des Angebots gegenüber ihrem depotführenden Institut erklären („**Annahmeerklärung**“); und
- b) ihr depotführendes Institut anweisen, die Umbuchung der in ihrem Depot befindlichen MS-Aktien, für die sie dieses Angebot annehmen wollen, in die ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG bei der Clearstream vorzunehmen.

Für die Annahme des Angebots über ein depotführendes Institut ist es erforderlich, dass depotführende Institute mit Sitz im Ausland die Annahmeerklärung – wie vorstehend beschrieben – rechtzeitig mit sämtlichen in dieser Ziffer 6.2 und Ziffer 6.3 beschriebenen Weisungen und Erklärungen an ein depotführendes Institut mit Sitz oder Niederlassung in der Bundesrepublik Deutschland, weiterleiten.

Die Annahmeerklärung wird erst wirksam, wenn die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien fristgerecht in die ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG bei der Clearstream umgebucht worden sind. Die Umbuchung der zum Verkauf eingereichten MS-Aktien wird durch das depotführende Institut nach Erhalt der Annahmeerklärung veranlasst. Wurde die Annahmeerklärung innerhalb der Annahmefrist bzw. der weiteren Annahmefrist gegenüber

dem depotführenden Institut erklärt, gilt die Umbuchung der zum Verkauf eingereichten MS-Aktien in die ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG als fristgerecht erfolgt, wenn die Umbuchung spätestens am zweiten Bankarbeitstag nach Ablauf der Annahmefrist bzw. der weiteren Annahmefrist bis spätestens 18.00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland) bewirkt wird.

6.3. Weitere Erklärungen der MS-Aktionäre im Zusammenhang mit der Annahme des Angebots

Mit Erklärung der Annahme des Angebots nach Ziffer 6.2 dieser Angebotsunterlage

- a) weisen die annehmenden MS-Aktionäre ihr depotführendes Institut sowie etwaige Zwischenverwahrer der betreffenden zum Verkauf eingereichten MS-Aktien an und ermächtigen diese,
 - die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien zunächst in ihrem Wertpapierdepot zu belassen, aber die Umbuchung in die ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG bei der Clearstream zu veranlassen;
 - ihrerseits die Clearstream anzuweisen und zu ermächtigen, nach Ablauf der weiteren Annahmefrist, die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien mit der ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG einschließlich der damit zum Zeitpunkt der Abwicklung verbundenen Nebenrechte unverzüglich nach Ablauf der weiteren Annahmefrist bzw. der Andienungsfrist der Abwicklungsstelle auf deren Depot bei der Clearstream zur Übereignung an die Bieterin zur Verfügung zu stellen;
 - ihrerseits die Clearstream anzuweisen und zu ermächtigen, unverzüglich nach Ablauf der weiteren Annahmefrist, die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien, jeweils einschließlich aller mit diesen zum Zeitpunkt der Abwicklung verbundenen Rechte, an die Bieterin Zug um Zug gegen Zahlung des Angebotspreises für die jeweils zum Verkauf eingereichten MS-Aktien auf das Konto des jeweiligen depotführenden Instituts bei der Clearstream nach den Bestimmungen des Angebots zu übertragen;
 - ihrerseits etwaige Zwischenverwahrer der betreffenden zum Verkauf eingereichten MS-Aktien sowie die Clearstream anzuweisen und zu ermächtigen, der Bieterin oder der Abwicklungsstelle alle für Erklärungen und Veröffentlichungen der Bieterin nach dem WpÜG erforderlichen Informationen zur Verfügung zu stellen, insbesondere die Anzahl der in die der ISIN DE000A35JSG1 / WKN A35JSG umgebuchten MS-Aktien börsentäglich während der jeweiligen – gegebenenfalls verlängerten – Annahmefrist mitzuteilen und die Annahmeerklärungen und ggf. Rücktrittserklärungen auf Verlangen an die Abwicklungsstelle weiterzuleiten;
- b) beauftragen und bevollmächtigen die annehmenden MS-Aktionäre die Abwicklungsstelle sowie ihr jeweiliges depotführendes Institut jeweils unter Befreiung von dem Verbot des Selbstkontrahierens gemäß § 181 BGB, alle zur Abwicklung dieses Angebots nach Maßgabe dieser Angebotsunterlage erforderlichen oder zweckdienlichen Handlungen vorzunehmen sowie Erklärungen abzugeben und entgegenzunehmen, insbesondere den Übergang des Eigentums an den zum Verkauf eingereichten MS-Aktien auf die Bieterin herbeizuführen;
- c) erklären die annehmenden MS-Aktionäre, dass
 - sie das Angebot für alle bei Erklärung der Annahme des Angebots in ihrem Wertpapierdepot bei dem depotführenden Institut befindlichen MS-Aktien

annehmen, es sei denn, in der Annahmeerklärung ist ausdrücklich schriftlich etwas anderes bestimmt;

- sie ihre zum Verkauf eingereichten MS-Aktien einschließlich aller zum Zeitpunkt der Abwicklung verbundenen Nebenrechte, nach Ablauf der weiteren Annahmefrist, auf die Bieterin Zug um Zug gegen Zahlung des Angebotspreises auf das Konto des jeweiligen depotführenden Instituts bei der Clearstream übereignen; und
- die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien im Zeitpunkt der Übertragung des Eigentums auf die Bieterin in ihrem alleinigen Eigentum stehen und frei von Rechten und Ansprüchen Dritter sind.

Die in den obigen lit. a) bis lit. c) aufgeführten Anweisungen, Aufträge, Vollmachten, Ermächtigungen, Erklärungen und Zusicherungen werden im Interesse einer reibungslosen und zügigen Abwicklung dieses Angebots unwiderruflich erteilt und abgegeben. Sie erlöschen erst im Fall des wirksamen Rücktritts von dem durch Annahme dieses Angebots geschlossenen Vertrag (siehe dazu unter Ziffer 14).

6.4. Rechtsfolgen der Annahme

Mit der Annahme dieses Angebots kommt zwischen dem annehmenden MS-Aktionär und der Bieterin ein Kaufvertrag über den Verkauf und die Übereignung der zum Verkauf eingereichten MS-Aktien nach Maßgabe der Bestimmungen dieser Angebotsunterlage zustande.

Mit der Abwicklung des Angebots gehen die zu diesem Zeitpunkt mit den zum Verkauf eingereichten MS-Aktien verbundenen Rechte (insbesondere das Recht auf Dividenden und Stimmrechte) auf die Bieterin über. Darüber hinaus gibt jeder das Angebot annehmende MS-Aktionär unwiderruflich die in Ziffern 6.2 und 6.3 genannten Erklärungen und Zusicherungen ab und erteilt die jeweils dort genannten Weisungen, Aufträge und Vollmachten.

6.5. Abwicklung des Angebots und Zahlung des Kaufpreises nach Ablauf der jeweiligen Annahmefrist

Die Abwicklungsstelle wird nach Ende der weiteren Annahmefrist die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien auf die Bieterin Zug um Zug gegen Zahlung des Angebotspreises auf das Konto des jeweiligen depotführenden Instituts bei der Clearstream übertragen. Die Zahlung des Angebotspreises wird unverzüglich nach Ablauf der weiteren Annahmefrist, aber nicht später als acht Bankarbeitstage nach Ablauf der weiteren Annahmefrist, erfolgen.

Mit der Gutschrift des jeweils geschuldeten Angebotspreises auf dem Konto des jeweiligen depotführenden Instituts bei der Clearstream hat die Bieterin die Verpflichtung zur Zahlung des Angebotspreises gegenüber dem jeweiligen MS-Aktionär erfüllt. Es obliegt dem jeweiligen depotführenden Institut, den jeweils geschuldeten Angebotspreis unverzüglich dem Konto des annehmenden MS-Aktionärs gutzuschreiben.

6.6. Kein Handel mit zum Verkauf eingereichten Aktien

Ein Handel mit den zum Verkauf eingereichten MS-Aktien über die Börse ist nicht mehr möglich. Ein Handel für die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien wird nicht beantragt. Der Börsenhandel mit MS-Aktien, die nicht zum Verkauf eingereicht wurden, bleibt bis zum Wirksamwerden des Widerrufs der Zulassung im regulierten Markt unberührt. Anschließend

ist ein Börsenhandel über das Marktsegment m:access an der Börse München und das elektronische Handelssystem XETRA weiterhin möglich.

6.7. Kosten der Annahme

Die Annahme des Angebots über ein depotführendes Institut mit Sitz in Deutschland (einschließlich einer deutschen Niederlassung eines ausländischen depotführenden Instituts) ist für die MS-Aktionäre bis auf die Kosten der Übermittlung der Annahmeerklärung an das jeweilige depotführende Institut kosten- und spesenfrei. Gebühren, Kosten und Auslagen ausländischer depotführender Institute sind von den das Angebot annehmenden MS-Aktionären zu tragen.

Steuern und Abgaben, die im Zusammenhang mit der Annahme dieses Angebots und der Übertragung der zum Verkauf eingereichten MS-Aktien gegen Zahlung des Angebotspreises anfallen, sind von jedem annehmenden MS-Aktionär selbst zu tragen.

6.8. Aufbewahrung von Unterlagen

Die MS-Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, und ihre depotführenden Institute werden gebeten, Unterlagen über die Annahme dieses Angebots sorgfältig aufzubewahren.

7. Die Bieterin und die mit der Bieterin gemeinsam handelnden Personen

7.1. Beschreibung der Bieterin

Bieterin dieses Angebots ist die MS ProActive Verwaltungs GmbH mit Sitz in Spaichingen. Die Bieterin ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Sie ist mit einem Stammkapital von EUR 25.600,00 im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart, unter HRB 728 743 eingetragen. Der Unternehmensgegenstand der Bieterin ist das Erwerben und Halten von Beteiligungen an Unternehmen im In- und Ausland sowie die Übernahme der persönlichen Haftung und Vertretung an Kommanditgesellschaften.

Die Gesellschafter der Bieterin sind:

- Dr. Andreas Aufschnaiter, geschäftsansässig Briener Straße 7, 80333 München, mit einem Geschäftsanteil im Nennbetrag zu EUR 12.800 (entspricht 50,00 % des Stammkapitals und der Stimmrechte der Bieterin) und
- Armin Distel, geschäftsansässig Karlstraße 8-20, 78549 Spaichingen, mit einem Geschäftsanteil im Nennbetrag zu EUR 12.800 (entspricht 50,00 % des Stammkapitals und der Stimmrechte der Bieterin)

Die Bieterin wird nicht durch einen einzelnen Gesellschafter oder ihre beiden Gesellschafter gemeinsam (z.B. durch Stimmrechtsbindungen oder ähnliche Vereinbarungen), beherrscht.

Geschäftsführer der Bieterin ist Herr Armin Distel.

Das Geschäftsjahr der MS ProActive Verwaltungs GmbH ist das Kalenderjahr. Die Bieterin ist nicht für eine bestimmte Dauer errichtet.

Die Bieterin hat keine Arbeitnehmer.

Die Bieterin hält im Sinne von § 2 Abs. 6 WpÜG und § 17 AktG keine Tochterunternehmen. Zum Angebotszeitpunkt hält die Bieterin 241.531 MS-Aktien (entspricht ca. 0,81% des

Grundkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft) und ist damit nicht wesentliche Aktionärin der Zielgesellschaft, verfügt nicht über eine gesicherte Hauptversammlungsmehrheit und ist damit auch nicht beherrschendes Unternehmen.

Herr Dr. Andreas Aufschnaiter und Herr Armin Distel sind die alleinigen Vorstände der Zielgesellschaft.

7.2. Mit der Bieterin gemeinsam handelnde Personen

Herr Dr. Andreas Aufschnaiter und Herr Armin Distel sind alleinige Gesellschafter der Bieterin, Diese haben sich mit der Bieterin über den Erwerb von Aktien im Rahmen dieses Angebots abgestimmt (insbesondere im Rahmen einer Finanzierungszusage) und gelten damit nach § 2 Abs. 5 WpÜG auf Basis der im Rahmen der Finanzierungszusage getroffenen Vereinbarung als mit der Bieterin gemeinsam handelnde Personen.

Über die vorgenannten Unternehmen und Personen hinaus gibt es keine weiteren mit der Bieterin gemeinsam handelnden Personen im Sinne des § 2 Abs. 5 WpÜG.

7.3. Gegenwärtiger Aktienbesitz der Bieterin, der mit ihr gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen an der Zielgesellschaft, Zurechnung von Stimmrechten

Die Bieterin hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage 241.531 MS-Aktien (entspricht ca. 0,81 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft).

Darüber hinaus sind der Bieterin gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpÜG auf Basis vertraglicher Stimmrechtsvollmachten insgesamt 4.312.681 Stimmrechte, das entspricht 14,38 % des Grundkapitals und 14,38 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft zuzurechnen. Diese teilen sich wie folgt auf einzelne Aktionäre auf:

Aktionär	Geschäftsansässig	Aktienzahl	Weitere Beziehungen zu Bieterin und/oder Zielgesellschaft
Armin Distel	Karlstr. 8-20, 78549 Spaichingen	587.571	Gesellschafter und Geschäftsführer der Bieterin, Vorstand der Zielgesellschaft
PMB GmbH & Co. KG	Auf dem Graben 14, 72336 Balingen	386.882	
Karl-Heinz Dommies	Auf dem Graben 14, 72336 Balingen	141.531	Aufsichtsratsvorsitzender der Zielgesellschaft
Oliver Mauthe-Mayer	Emil-Mayer Str. 10, 72461 Albstadt	875.146	
Sybille Mauthe-Mayer	Emil-Mayer Str. 10, 72461 Albstadt	135.000	
Nikolaus von Seemann	Stadiongasse 6-8, 1010 Wien	718.748	
Christoph Bullon	Maximilianstr. 11, 80539 München	150.000	
MuM Industriebeteiligungen GmbH	Oberer Griffenberg 77, 42119 Wuppertal	345.000	
Andreas FlöB	Rathausgasse 2, 78050 Villingen	140.000	
Peter Schleicher	Mühlengasse 2, 78086 Brigachtal	175.570	
Bernd Hugger	In Rohräcker 5, 78554 Aldingen	345.846	
Bernhard Lehr	Neuenbühlstr. 6, 78647 Trossingen	56.765	Geschäftsführer eines Tochterunternehmens der Zielgesellschaft
Andreas Müller	Neuenbühlstr. 6, 78647 Trossingen	50.300	Geschäftsführer einer Tochterunternehmens der Zielgesellschaft
Thomas Baumeister	Karlstr. 8-20, 78549 Spaichingen	61.000	Geschäftsführer einer Tochterunternehmens der Zielgesellschaft
Johann Bertsche	Neuenbühlstr. 6, 78647 Trossingen	143.322	
Summe		4.312.681	

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hält Herr Dr. Andreas Aufschnaiter (geschäftsansässig: Brienner Str. 7, 80333 München) unmittelbar insgesamt 1.925.106 MS-Aktien (entspricht ca. 6,42 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft) und Herr Armin Distel (geschäftsansässig: Karlstraße 8-20, 78549 Spaichingen) unmittelbar insgesamt 587.571 MS-Aktien (entspricht ca. 1,96 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft) als mit der Bieterin gemeinsam handelnde Personen gem. § 2 Abs. 5 WpÜG.

Darüber hinaus halten weder die Bieterin noch die mit der Bieterin gemeinsam handelnden Personen, noch deren jeweilige Tochterunternehmen MS-Aktien, noch sind der Bieterin oder der mit der Bieterin gemeinsam handelnden Personen, noch deren jeweilige Tochterunternehmen darüber hinaus MS-Aktien nach § 30 WpÜG zuzurechnen, noch halten

die vorgenannten Personen unmittelbar oder mittelbar Instrumente nach §§ 38, 39 Wertpapierhandelsgesetz („WpHG“).

7.4. Angaben zu Wertpapiergeschäften

Die Bieterin und die mit ihr gemeinsam handelnden Personen, sowie deren jeweilige Tochterunternehmen haben, im Zeitraum von sechs Monaten vor der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage und in dem in § 2 Nr. 7 WpÜGAngebVO genannten Zeitraum von sechs Monaten vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe dieses Angebots am 15.05.2023, weder MS-Aktien über die Börse oder außerbörslich erworben noch Vereinbarungen abgeschlossen, auf Grund derer die Übereignung von MS-Aktien verlangt werden kann.

Die Bieterin behält sich vor, im Rahmen des rechtlich Zulässigen weitere MS-Aktien außerhalb des Angebots über die Börse oder außerbörslich direkt oder indirekt zu erwerben.

7.5. Rechtliche Voraussetzungen für dieses Angebot bei der Bieterin

Gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG ist ein Widerruf der Zulassung von Aktien zum Handel an einem regulierten Markt nur dann rechtlich zulässig, wenn bei Antragstellung unter Hinweis auf den Antrag eine Unterlage über ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des WpÜG veröffentlicht wurde. Ohne das Angebot kann der Vorstand der MS Industrie den Widerruf nicht wirksam beantragen.

Aus diesem Grund haben am 12.05.2023 die Bieterin und die MS Industrie eine Delisting-Vereinbarung geschlossen, in der sich die MS Industrie zur Stellung eines Antrags auf Widerruf der Zulassung sämtlicher MS-Aktien zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse sowie eines Auftrags auf Fortführung des XETRA Handels beim zuständigen Designated Sponsor verpflichtet hat. Zudem hat der Vorstand der MS Industrie bereits am 19.05.2023 einen Antrag auf Einbeziehung der Aktien in den Handel des Marktsegments m:access an der Börse München gestellt, welcher am 26.05.2023 genehmigt wurde. Die Aktien der MS Industrie werden seit dem 01.06.2023 im Marktsegment m:access an der Börse München gehandelt.

7.6. Nichtannahme- und Depotsperrvereinbarungen

Herr Dr. Andreas Aufschnaiter (geschäftsansässig: Briener Straße 7, 80333 München), der unmittelbar insgesamt 1.925.106 MS-Aktien hält (entsprechend 6,42 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft), hat mittels schriftlicher Nichtannahmevereinbarung vom 25.05.2023 und Depotsperrvereinbarungen vom 25./30.05.2023 und 25.05.2023 auf die Annahme des Angebots hinsichtlich der von ihm gehaltenen Aktien unwiderruflich verzichtet.

8. Beschreibung der Zielgesellschaft

8.1. Rechtliche Grundlagen der Zielgesellschaft

Die MS Industrie AG ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft, gegründet nach deutschem Recht mit Sitz in München und der Geschäftsanschrift Briener Straße 7, 80333 München, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 133 497. Informationen über die Zielgesellschaft sind über das Internet unter <http://www.ms-industrie.de> zugänglich.

Satzungsgemäßer Gegenstand der MS Industrie ist

- a) die Beteiligung an Unternehmen und Gesellschaften im In- und Ausland insbesondere bei deren Gründung, in deren Aufbauphase oder im Zusammenhang mit deren Umstrukturierung oder Sanierung; ausgeschlossen sind Tätigkeiten, die unter das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG), das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) oder das Börsengesetz fallen
- b) die betriebswirtschaftliche Beratung von Unternehmen im In- und Ausland, insbesondere von solchen bei denen der Schwerpunkt der Beratungstätigkeit auf der Implementierung der Wahrung der Analyse entwickelten operativen und strategischen Maßnahmen liegt
- c) Aufbau- und Restrukturierungsmanagement auf Zeit, ausgenommen Rechts- und Steuerberatungstätigkeit.

Die Zielgesellschaft ist ferner zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet sind, den Geschäftszweck zu fördern. Sie kann im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten und gleichartige Unternehmen im In- und Ausland gründen, solche erwerben oder sich an ihnen beteiligen.

Das Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr. Die Zielgesellschaft ist auf unbestimmte Zeit errichtet.

8.2. Kapitalverhältnisse der Zielgesellschaft

Grundkapital und Börsennotierung

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage beträgt das Grundkapital der MS Industrie AG EUR 30.000.000,00 und ist eingeteilt in 30.000.000 nennwertlose Inhaberaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie. Die Zielgesellschaft hält derzeit 30.789 eigene Aktien.

Die MS-Aktien sind unter der ISIN DE0005855183 / WKN 585518 zum Handel im Regulierten Markt (General Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und werden außerdem an der Börse München in Marktsegment m:access im Freiverkehr sowie im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt.

Genehmigtes Kapital

Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 30. Juni 2026 das Grundkapital der Gesellschaft einmalig oder in Teilbeträgen mehrmals um bis zu insgesamt 6.000.000,00 Euro durch Ausgabe neuer auf den Inhaber lautender Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2021/I). Dabei ist den Aktionären ein Bezugsrecht einzuräumen. Die neuen Aktien können auch von einem vom Vorstand bestimmten Kreditinstitut mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand ist mit Zustimmung des Aufsichtsrats berechtigt, das gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre auszuschließen,

1. zum Ausgleich von Spitzenbeträgen,

2. bei Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen, wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien, für die das Bezugsrecht ausgeschlossen wird, den Börsenkurs der bereits börsennotierten Aktien nicht wesentlich unterschreitet und die unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegebenen Aktien insgesamt 10 % des Grundkapitals nicht überschreiten, und zwar weder im Zeitpunkt des Wirksamwerdens dieser Ermächtigung noch im Zeitpunkt der Ausübung dieser

Ermächtigung; auf die Grenze von 10 % des Grundkapitals sind diejenigen Aktien anzurechnen, die unter Bezugsrechtsausschluss in unmittelbarer oder entsprechender Anwendung von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegeben oder veräußert wurden. Auf die Begrenzung auf 10 % des Grundkapitals ist deshalb auch die Veräußerung eigener Aktien anzurechnen, wenn die Veräußerung aufgrund einer im Zeitpunkt des Wirksamwerdens des genehmigten Kapitals gültigen Ermächtigung zur Veräußerung eigener Aktien unter Bezugsrechtsausschluss erfolgt;

3. wenn die Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage(n) zum Zwecke des Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Beteiligungen an Unternehmen oder sonstigen Vermögensgegenständen erfolgt;

4. soweit ein Dritter, der nicht Kreditinstitut ist, die neuen Aktien zeichnet und sichergestellt ist, dass den Aktionären ein mittelbares Bezugsrecht eingeräumt wird;

5. wenn die Kapitalerhöhung im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liegt.

Der Vorstand wird ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats den weiteren Inhalt der Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienausgabe sowie die weiteren Einzelheiten der Durchführung von Kapitalerhöhungen aus dem Genehmigten Kapital 2021/I festzulegen. Der Aufsichtsrat wird ermächtigt, die Fassung der Satzung nach vollständiger oder teilweiser Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals aus dem Genehmigten Kapital 2021/I oder nach Ablauf der Ermächtigungsfrist entsprechend der Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2021/I anzupassen.

Nach Kenntnisstand der Bieterin sind derzeit keine Kapitalmaßnahmen bei der Zielgesellschaft geplant.

8.3. Organe

Der Vorstand der MS Industrie besteht derzeit aus den folgenden zwei Mitgliedern:

Dr. Andreas Aufschnaiter
Armin Distel

Der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft besteht derzeit aus drei Mitgliedern, nämlich:

Karl-Heinz Dommès – Vorsitzender des Aufsichtsrates
Reto A. Garzetti – stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrates
Silke Bader – Mitglied des Aufsichtsrates

8.4. Wesentliche Aktionäre der Zielgesellschaft

Ausweislich der von der Zielgesellschaft gem. § 40 Abs. 1 WpHG veröffentlichten Stimmrechtsmitteilungen verfügen die folgenden Gesellschaften bzw. Personen unmittelbar über wesentliche Stimmrechtsanteile von 3 % und mehr an der MS Industrie:

Aktionäre mit einem Stimmrechtsanteil von größer 3 %	Stimmrechte in % am Grundkapital
Marco Garzetti	6,67 %
Dr. Andreas Aufschnaiter	6,42 %
Reto A. Garzetti	5,13 %
Kreissparkasse Biberach	5,54 %
Universal Investment	4,05 %
LRI Invest	3,05 %

8.5. Konzernstruktur und Geschäftstätigkeit der MS Industrie

Die folgenden Angaben zur Geschäftstätigkeit der MS Industrie und den mit ihr gemäß §§ 15ff. AktG verbundenen Unternehmen (zusammen „**MS-Konzern**“) basieren – soweit nicht ausdrücklich eine andere Quelle in dieser Angebotsunterlage benannt ist – auf Angaben der MS Industrie in öffentlich zugänglichen Quellen, insbesondere dem Internetauftritt der Zielgesellschaft und dem Geschäftsbericht der Zielgesellschaft für das Geschäftsjahr 2022.

Die MS Industrie ist eine Holdinggesellschaft und fungiert als Muttergesellschaft des MS-Konzerns, zu dem die in **Anlage 8.5** aufgelisteten unmittelbaren und mittelbaren Tochterunternehmen gehören.

Der MS-Konzern ist nach eigener Darstellung ein schwerpunktmäßig in Deutschland, Europa und Nordamerika tätiger Hersteller von Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren und Ultraschallschweißmaschinen. Das Produktportfolio gliedert sich nach eigener Darstellung in die beiden Segmente Powertrain Technologie und Ultraschall Technologie. Der MS-Konzern produziert nach eigenen Angaben an Produktionsstandorten in Deutschland (Trossingen, Spaichingen), in den USA (Howell, Michigan) und Brasilien (Contagem, Minas Gerais) und verfügt über eine Vertriebsgesellschaft in China (Shanghai).

Der MS-Konzern beschäftigt gemäß Geschäftsbericht 2022 zum 31.12.2022 809 Mitarbeiter.

Geschäftsbereich Powertrain Technology Group („PTG“)

Gemäß Geschäftsbericht 2022 entwickelt, fertigt, montiert und liefert die MS Powertrain Technology Group im Bereich der Zerspanungstechnologie und Baugruppenmontage leistungsstarke Systeme und Komponenten für und an zahlreiche namhafte Automobil- und Nutzfahrzeughersteller sowie die führenden Motoren- und Getriebehersteller weltweit. Der Fokus liegt dabei aktuell auf Motorkomponenten für schwere Dieselmotoren im On- und Offroad Bereich. Umsatzseitig stellt der Bereich Zerspanungstechnologie und Baugruppenmontage den größten Bereich des MS-Konzerns dar. Der Bereich ist geprägt durch langlaufende Verträge mit namhaften Nutzfahrzeug- und Motorenherstellern. Fertigungsstandort ist Trossingen.

Geschäftsbereich Ultrasonic Technology Group („UTG“)

Im Geschäftsbereich UTG werden flexiblen Sondermaschinen, innovativen Serienmaschinen, modularen Systemen und effizienten Komponenten leistungsstarke Komplettlösungen im Bereich der Verbindungs- und Bearbeitungstechnik von thermoplastischen Kunststoffen, Folien und Textilien sowie beim Schneiden von Nahrungsmitteln auf Ultraschallbasis hergestellt. Kundenseitig werden neben der Automobilindustrie (v.a. Bereich Sondermaschinen) auch die Verpackungsmittelindustrie (v.a. Bereich Systeme) und ein breites Spektrum an weiteren Kundenbranchen (v.a. Serienmaschine) bedient. Gefertigt werden die Maschinen, Systeme und Komponenten im Bereich UTG an den beiden eigenen Standorten Spaichingen und Howell. Zudem bestehen Beteiligungen an Fertigungs- und Vertriebsstandorten in Belo Horizonte und Shanghai.

8.6. Mit der Zielgesellschaft gemeinsam handelnde Personen

Die in der **Anlage 8.5** aufgeführten Gesellschaften sind (unmittelbare oder mittelbare) Tochterunternehmen der MS Industrie, die daher gemäß § 2 Abs. 5 Satz 2 und 3 WpÜG als mit der MS Industrie und untereinander gemeinsam handelnde Personen gelten. Die Vollständigkeit und Richtigkeit der **Anlage 8.5** wurde von der Zielgesellschaft gegenüber der Bieterin am 15.05.2023 bestätigt. Es gibt keine weitere mit der Zielgesellschaft im Sinne von § 2 Abs. 5 Satz 2 und 3 WpÜG gemeinsam handelnden Personen.

8.7. Hinweise auf die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der MS zum Angebot

Nach § 27 Abs. 1 WpÜG haben Vorstand und Aufsichtsrat der MS Industrie eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot sowie zu jeder seiner Änderungen abzugeben. Der Vorstand und der Aufsichtsrat der MS Industrie haben diese Stellungnahme unverzüglich nach Übermittlung der Angebotsunterlage und deren Änderungen durch die Bieterin gemäß § 14 Abs. 3 Satz 1 WpÜG zu veröffentlichen.

9. Hintergrund des öffentlichen Delisting-Übernahmeangebots sowie des Widerrufs der Zulassung

Die Gesellschafter der Bieterin Dr. Andreas Aufschnaiter und Armin Distel sind auch die einzigen Vorstände der Zielgesellschaft. Beide üben diese Funktion bereits seit mehreren Jahren aus. Es ist daher nicht Ziel des Angebots die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft grundlegend zu verändern. Ziel des Angebots ist es hingegen, die Aktien der Zielgesellschaft zukünftig nicht mehr im regulierten Markt, sondern im Marktsegment m:access der Börse München zum Handel zuzulassen. Der Segmentwechsel vom regulierten Markt in den m:access bringt für die Zielgesellschaft zahlreiche Erleichterungen in Bezug auf das Berichtswesen, was nach Auffassung der Bieterin und des Vorstands der Zielgesellschaft besser zur mittelständischen Struktur der Zielgesellschaft passt und für die Aktionäre nur mit geringen potentiellen Nachteilen verbunden ist. Zudem gehen damit insbesondere im Bereich der Jahresabschlusserstellung und Prüfung erhebliche Kosteneinsparung einher. Auf Basis § 39 BörsG bedarf es für den Segmentwechsel eines Angebots zum Erwerb aller Wertpapiere nach den Vorschriften des WpÜG, da der Widerruf der Zulassung in den regulierten Markt – unbeschadet der bereits bestehenden Einbeziehung in das Marktsegment m:access – regulatorisch mit einem vollständigen Delisting gleichzusetzen ist.

9.1. Wirtschaftliche und strategische Gründe für den Widerruf der Zulassung

Die Zielgesellschaft hat sich seit ihrer Gründung von einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft mit starkem anorganischem Wachstumsanspruch zu einer fokussierten, mittelständischen Industrieholding mit weitestgehend organischer Wachstumsdynamik entwickelt. Während ersteres Geschäftsmodell insbesondere auch die Fähigkeit der Gesellschaft erfordert fortgesetzt Mittel über den Kapitalmarkt zu generieren, ist die Weiterentwicklung des bestehenden Geschäftsmodells unter Einsatz von Eigenmitteln möglich.

Die Aufrechterhaltung der Notierung im regulierten Markt bedingt wesentliche regulatorische und verwaltungstechnische Aufwendungen bei der Gesellschaft. Dies beinhaltet zum Beispiel die Erstellung eines Konzernabschlusses nach den International Financial Reporting Standards (IFRS), die Erstellung einer nichtfinanziellen Konzernklärung und die regelmäßige Prüfung durch die ehemalige Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung bzw. deren Nachfolgerin. Nach Auffassung der Bieterin und der Zielgesellschaft sind diese im Zusammenhang mit der Zulassung im regulierten Markt stehenden zusätzlichen Verwaltungsaufwendungen der Größe der Zielgesellschaft nicht angemessen und bieten vergleichsweise geringe Vorteile für die Aktionäre. Im Gegenteil stellt der komplexe und im Umfang sehr ausführliche Jahresabschluss und die zumindest für deutsche Aktionäre vergleichsweise ungewohnte IFRS Berichterstattung aus Sicht der Bieterin eher ein Hindernis für Aktionäre dar, die Vermögens- Finanz- und Ertragslage der Zielgesellschaft schnell und zutreffend zu erfassen. Zuletzt ist nach Einschätzung der Bieterin und auf Basis der Erfahrung der vergangenen Jahre eine weitere Verschärfung der Regulatorik für Unternehmen im regulierten Markt wahrscheinlich, was bei der Zielgesellschaft auch künftig zu Kostensteigerungen führen dürfte.

9.2. Abwägung der möglichen Nachteile für die MS-Aktionäre

Der Widerruf der Zulassung der MS-Aktien im regulierten Markt und die Notierung im m:access könnte für die MS-Aktionäre mit folgenden Nachteilen verbunden sein. Dabei ist nicht sicher ob einer, mehrere oder alle Nachteile nacheinander oder zeitgleich eintreten. Es handelt sich in diesem Sinn bei den hier beschriebenen möglichen Nachteilen lediglich um Risiken deren Eintrittswahrscheinlichkeit und -zeitpunkt unbestimmt sind:

- Die Einbeziehung in den m:access könnte im Vergleich zu einer Einbeziehung in den regulierten Markt zu einer Verringerung des täglich gehandelten Volumens der Aktie und damit zu einer geringeren Liquidität führen. Dies kann sich negativ auf die Fähigkeit von MS-Aktionären auswirken im Falle eines Veräußerungswunsches zeitnah eine Veräußerung von MS-Aktien über die Börse zu bewirken.
- Eine Einbeziehung in den m:access kann zu einer erhöhten Volatilität des Aktienkurses führen, da sich bei geringerer Liquidität einzelne Trades stärker auf den Kurs auswirken können.
- Es wäre denkbar, dass sich institutionelle Anleger aus der Aktie zurückziehen oder zukünftig nicht investieren, da bestimmte institutionelle Anleger eine Einbeziehung in den regulierten Markt als Grundvoraussetzung für ein Investment definiert haben. Ein solcher Rückzug kann mit ggf. dauerhaften Kursverlusten verbunden sein.
- Es fallen zukünftig möglicherweise höhere Transaktionsgebühren für den Handel mit MS-Aktien an.
- Die Beleihbarkeit der MS-Aktien wird möglicherweise eingeschränkt.
- Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich der Antrag auf Widerruf der Zulassung im regulierten Markt in der Zukunft, beispielsweise nach Vollzug des Angebots, nachteilig auf den Börsenkurs der MS-Aktien auswirkt und in der Folge zu Kursverlusten führt.
- Nach Vollzug des Widerrufs der Zulassung im regulierten Markt, werden die MS-Aktien ausschließlich im Freiverkehr gehandelt. Ein Delisting aus dem Freiverkehr (und damit ein vollständiger Wegfall der Möglichkeit, die MS-Aktien im Freiverkehr an einer Wertpapierbörse zu handeln) wäre ohne die Durchführung eines erneuten öffentlichen Angebotes auf alle Aktien der Zielgesellschaft entsprechend der Regelungen des WpÜG und des BörsG möglich.

Die hier dargestellten Risiken sind aus Sicht der Bieterin nicht alle zwangsläufig zu befürchten, da die Zielgesellschaft über einen hohen Free Float verfügt, eine Handelbarkeit über das elektronische Handelssystem XETRA bestehen bleiben soll und die MS Industrie die bestehende Investor Relations Arbeit fortsetzen wird. Zudem sind wesentliche, teils institutionelle Ankerinvestoren über den Segmentwechsel informiert und unterstützen diesen.

Neben den möglichen Nachteilen für die MS-Aktionäre wird der Vollzug des Widerrufs der Zulassung dazu führen, dass einige Transparenz- und Handelsvorschriften in Zukunft nicht mehr anwendbar sind. Dies betrifft insbesondere §§ 33 ff und §§ 48 ff WpHG, sowie bestimmte weitere Vorschriften der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse. Dies wird zu einem niedrigeren Schutzniveau für MS-Aktionäre führen.

9.3. Kein Pflichtangebot der Bieterin

Die Bieterin übt keine Kontrolle über die Zielgesellschaft im Sinne des § 35 WpÜG aus und ist daher nicht zur Abgabe eines Pflichtangebots an die MS-Aktionäre gemäß § 35 WpÜG verpflichtet. Sollte die Bieterin aufgrund dieses Angebots Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangen, ist die Bieterin gemäß § 35 Abs. 3 WpÜG nicht verpflichtet, ein Pflichtangebot an die MS-Aktionäre zu richten.

9.4. Absichten der Bieterin im Hinblick auf die zukünftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft und der Bieterin

Die nachfolgenden Ausführungen beschreiben die Absichten der Bieterin in Bezug auf die MS Industrie. Über die in dieser Angebotsunterlage formulierten Absichten hinausgehend verfolgt die Bieterin keine Absichten, die Auswirkungen auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft sowie den Sitz und den Standort wesentlicher Unternehmensteile, die Verwendung des Vermögens, künftige Verpflichtungen, die Arbeitnehmer und deren Vertretungen, die Mitglieder der Geschäftsführungsorgane und wesentliche Änderungen der Beschäftigungsbedingungen haben könnten.

9.4.1. Künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft

Die Bieterin, beabsichtigt, die Geschäfte des MS-Konzerns weiterzuentwickeln und auszubauen. Der Vorstand der Zielgesellschaft strebt dabei die weitere organische Entwicklung der beiden fokussierten Geschäftsbereiche PTG und UTG an. Bei sich ergebenden Opportunitäten, kann diese organische Entwicklung auch durch Zukäufe ergänzt werden. Eine Veränderung der Tätigkeit als Holdinggesellschaft einer fokussierten Industriegruppe ist dabei derzeit nicht beabsichtigt.

9.4.2. Verwendung des Vermögens und künftige Verpflichtungen der Zielgesellschaft

Die Bieterin hat keine Absichten hinsichtlich der Verwendung des Vermögens der Zielgesellschaft und auch keine Vereinbarungen, die zu künftigen Verpflichtungen der Zielgesellschaft gegenüber der Bieterin führen würden. Es gibt auch keine Absicht, deren Umsetzung zu einer Zunahme von Verbindlichkeiten der MS Industrie außerhalb ihrer gewöhnlichen Geschäftstätigkeit oder im Rahmen von der MS Industrie durchgeführten M&A-Aktivitäten führen würde oder Absichten für eine sonstige Verlagerung von Verbindlichkeiten der Bieterin oder der mit ihr gemeinsam handelnden Personen auf die MS Industrie. Die Bieterin beabsichtigt – unter der Voraussetzung dass dies der gesamtwirtschaftlichen Lage und der Liquiditätssituation der Gesellschaft angemessen erscheint – auch zukünftig die Ausschüttung moderater Dividenden zu unterstützen.

9.4.3. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft

Die Bieterin hat keine Absicht die bestehende Zusammensetzung des Vorstands und die Anstellungsverhältnisse seiner Mitglieder zu ändern. Die gegenwärtigen Vorstände Dr. Andreas Aufschnaiter und Armin Distel sind gleichzeitig einzige Gesellschafter der Bieterin.

Die Bieterin hat keine Absichten bezüglich einer Änderung der Zusammensetzung des Aufsichtsrats.

9.4.4. Arbeitnehmer der Zielgesellschaft und deren Vertretungen, Beschäftigungsbedingungen

Die Zielgesellschaft beschäftigt neben den Vorständen aktuell einen Arbeitnehmer. Eine Arbeitnehmervertretung besteht nicht.

Der unternehmerische Erfolg des MS-Konzerns und damit der mit der Zielgesellschaft verbundenen Unternehmen hängt wesentlich von der Qualität und dem Einsatz ihrer Mitarbeiter sowie von der fortwährenden Ausbildung und Qualifizierung bestehender und zukünftiger Fach- und Führungskräfte ab. Daher liegt der Bieterin an einer langfristigen Bindung der Mitarbeiter an den MS-Konzern. Die Bieterin beabsichtigt nicht, die Beschäftigungsverhältnisse von Arbeitnehmern der Zielgesellschaft sowie deren Tochterunternehmen zu kündigen oder ihre Beschäftigungsbedingungen zu ändern. Die Bieterin beabsichtigt, keine Veränderungen der Arbeitnehmervertretungen auf Ebene der

Tochterunternehmen der Zielgesellschaft und wird die Rechte der betriebsverfassungsrechtlichen Gremien entsprechend respektieren.

Die Bieterin beabsichtigt nicht, Maßnahmen einzuleiten, die auf eine Änderung der bestehenden kollektivrechtlichen Regelungen oder des derzeitigen Grads an Arbeitnehmermitbestimmung abzielen.

9.4.5. Sitz der MS Industrie, Standort wesentlicher Unternehmensteile

Die Bieterin beabsichtigt nicht, den Sitz oder den Standort wesentlicher Unternehmensteile zu ändern oder bestehende Standorte zu schließen.

9.4.6. Geplante Strukturmaßnahmen

a) Segmentwechsel

Nach Ansicht der Bieterin verursacht die Börsennotierung der Zielgesellschaft im regulierten Markt aufgrund der umfangreichen Folgepflichten bei der Zielgesellschaft als auch bei deren verbundenen Unternehmen einen hohen finanziellen und administrativen Aufwand. Die Bieterin beabsichtigt daher einen Antrag des Vorstands der MS Industrie bei der Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse gemäß § 39 BörsG auf Widerruf der Zulassung der MS-Aktien zum Handel am regulierten Markt zu unterstützen.

b) Abschluss eines Beherrschungs- und / oder Gewinnabführungsvertrages

Die Bieterin hat keine Absicht einen Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag gemäß §§ 291ff. AktG mit der MS Industrie abzuschließen.

c) Maßnahmen nach dem Umwandlungsgesetz

Die Bieterin hat keine Absicht Maßnahmen nach dem Umwandlungsgesetz (Verschmelzung, Spaltung, Vermögensübertragung oder Formwechsel) in der Zielgesellschaft durchzuführen.

d) Squeeze-out

Die Bieterin hat keinerlei Absichten, einen aktienrechtlichen Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG oder einen Ausschluss von Minderheitsaktionären nach anderen gesetzlichen Vorschriften bei der Zielgesellschaft durchzuführen.

Mit Ausnahme der unter a) dargestellten Absichten, hat die Bieterin keine Absichten hinsichtlich Strukturmaßnahmen bei der Zielgesellschaft.

9.4.7. Absichten im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Bieterin

Neben der Umsetzung des Segmentwechsels verfolgt die Bieterin mit diesem Angebot keine Absichten im Hinblick auf sich selbst. Insbesondere ist mit dem Angebot zum Erwerb der MS-Aktien keine Änderung der künftigen Geschäftstätigkeit, des Gesellschaftssitzes oder des Standorts der Bieterin beabsichtigt.

Ebenso ist mit dem Angebot keine Änderung bei den Mitgliedern der Geschäftsführungsorgane beabsichtigt. Die Bieterin hat keine Arbeitnehmer und es existieren keine Arbeitnehmervertretungen.

Mit Ausnahme der in Ziffer 13 dargestellten Auswirkungen auf die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage der Bieterin bestehen auch keine Absichten, die Auswirkungen auf die Verwendung des Vermögens oder die zukünftigen Verpflichtungen der Bieterin haben könnten.

10. Erläuterung zur Festsetzung der Angebotsgegenleistung

10.1. Mindestgegenleistung

Das Angebot in dieser Angebotsunterlage ist ein freiwilliges Delisting-Übernahmeangebot gemäß § 29 Abs. 2 WpÜG i.V.m. § 39 BörsG, jedoch kein Pflichtangebot in Folge des Erwerbs der Kontrolle.

Für ein solches Angebot sieht § 39 Abs. 3 BörsG einen Mindestangebotspreis vor. Der Mindestangebotspreis bemisst sich gemäß § 39 Abs. 3 BörsG i.V.m. § 31 Abs. 1 WpÜG und § 4 ff WpÜGAngebVO nach folgenden Kriterien:

- Der Angebotspreis darf nach § 39 Abs. 3 BörsG den gewichteten, durchschnittlichen, inländischen Börsenkurs der MS-Aktie während der sechs Monate vor der am 15.05.2023 veröffentlichten Entscheidung der Bieterin zur Abgabe des Angebots nicht unterschreiten. Dieser beträgt nach Mitteilung der BaFin EUR 1,54 je MS-Aktie („**Sechsmonatsdurchschnittskurs**“).
- Der Angebotspreis darf den gewichteten, durchschnittlichen, inländischen Börsenkurs der MS-Aktie im Sinne von § 5 Abs. 1 und Abs. 3 WpÜGAngebVO während der drei Monate vor der am 15.05.2023 veröffentlichten Entscheidung der Bieterin zur Abgabe des Angebots nicht unterschreiten. Dieser beträgt nach Mitteilung der BaFin EUR 1,61 je MS-Aktie („**Dreimonatsdurchschnittskurs**“).
- Der Angebotspreis darf gem. § 4 WpÜGAngebVO die höchste von der Bieterin oder einer mit ihr gemeinsam handelnden Person gewährte oder vereinbarte Gegenleistung für den Erwerb von MS-Aktien innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage nicht unterschreiten. Im Zeitraum von 6 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage haben keine Erwerbe stattgefunden.

Der Angebotspreis in Höhe von EUR 1,61 entsprechend dem höheren Wert auf Sechsmonats- und Dreimonatsdurchschnittskurs je MS-Aktie erfüllt damit die vorliegend anwendbaren gesetzlichen Anforderungen gem. § 39 Abs. 3 BörsG i.V.m. § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. §§ 4 und 5 WpÜGAngebVO.

10.2. Angemessenheit der Gegenleistung

Die Bieterin hat zusätzlich von der Treuhandgesellschaft Südbayern GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft eine Bewertung der Gesellschaft unter Anwendung des Ertragswertverfahrens entsprechend der IDW Standards (IDW S 1, Stand 2008) erstellen lassen. Dieses Bewertungsgutachten bemisst den Wert einer MS-Aktie zum Bewertungsstichtag 14.05.2023 mit EUR 1,58 und damit unterhalb der angebotenen Angebotspreises. Das Bewertungsgutachten ist dieser Angebotsunterlage als **Anlage 10.2** beigelegt.

Die Bieterin hat sich bei der Festlegung des Angebotspreises auf EUR 1,61 in bar je MS-Aktie an den gesetzlichen Voraussetzungen des BörsG i.V.m. WpÜG i.V.m. der WpÜGAngebVO orientiert. Die Gegenleistung übersteigt demnach den seitens einer unabhängigen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ermittelten Wert der MS-Aktien.

Die Bieterin weist die Aktionäre der MS Industrie darauf hin, dass vor ihrer am 15.05.2023 veröffentlichten Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots an die MS-Aktionäre Einschätzungen von Analysten veröffentlicht wurden, wobei diese Analysen auf der Homepage der MS Industrie unter der Rubrik „Investors Relations“, Unterrubrik „Research / Analystenberichte“ (vgl. <https://www.ms-industrie.de/investor-relations/research-analystenberichte/>) zugänglich sind.

Dieser Hinweis soll nur zur Plausibilisierung der eigenen Einschätzung der Bieterin hinsichtlich der Angemessenheit des Angebotspreises dienen und darf nicht als Einschätzung der Bieterin über die zukünftige Entwicklung der MS Industrie angesehen werden. Die Bieterin hat diese Analysen und die oben wiedergegebenen Teilangaben aus diesen Analysen nicht überprüft. Die Einschätzung, ob der Angebotspreis angemessen ist, kann nur jeder Aktionär aufgrund seiner individuellen Situation (u.a. unter Berücksichtigung der Anschaffungskosten, lang-, mittel- oder kurzfristiger Anlagehorizont etc.) treffen, wobei auch die erwartete künftige Entwicklung des Kapitalmarktes von Bedeutung ist.

Hierbei kann sich die Situation für private Kleinanleger anders darstellen als für institutionelle Investoren. Insbesondere könnte es durch den Segmentwechsel zu einer verminderten Handelstätigkeit der MS-Aktien kommen und damit die Möglichkeit einer Veräußerung der Aktien eingeschränkt werden. Auch könnte ein Listing außerhalb des regulierten Markts dazu führen, dass bestimmte institutionelle Investoren aufgrund interner Anlagekriterien MS-Aktien veräußern müssen oder zukünftig keine MS-Aktien (mehr) erwerben können. Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass dies nach Angabe der Zielgesellschaft nicht für diejenigen institutionellen Investoren gilt die heute gemäß § 33 Abs.1 WpHG meldepflichtige Aktienbestände der Zielgesellschaft (d.h. mindestens 3% der Aktien der Zielgesellschaft) halten.

Auch steuerliche Überlegungen können für die Entscheidung über eine Annahme oder Ablehnung des Angebots ausschlaggebend sein.

10.3. Angaben zur Entschädigung nach §33b WpÜG

Die Satzung der Zielgesellschaft enthält keine Regelungen, die eine Anwendung von Bestimmungen im Sinne des § 33b Abs. 2 WpÜG vorsehen würden. Die Bieterin ist daher nicht verpflichtet, eine Entschädigung gemäß § 33b Abs. 5 WpÜG aufgrund eines Aktienerwerbs unter Verstoß gegen vertragliche Übertragungsbeschränkungen zu leisten.

11. Behördliche Genehmigungen und Verfahren

Der beabsichtigte Erwerb von MS-Aktien nach Maßgabe dieses Angebots („**Erwerbsvorhaben**“) unterliegt nach Auffassung der Bieterin keinen wettbewerbs- oder kartellrechtlichen oder sonstigen Freigabevorhalten bzw. dem Ablauf von Wartefristen, da die Bieterin keine wesentlichen sonstigen Vermögensgegenstände hält, selbst ausschließlich vermögensverwaltend tätig ist und es daher zu keinen Veränderungen der operativen Gegebenheiten der Zielgesellschaft oder den mit dieser verbundenen Unternehmen kommt.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („**BaFin**“) hat die Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage am 22.06.2023 gestattet.

12. Finanzierung des Angebots

12.1. Maximale Gegenleistung

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage hat die MS Industrie 30.000.000 Aktien ausgegeben. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hält die Bieterin unmittelbar 241.531 MS-Aktien.

Wird das Angebot für die Maximalzahl der gegenständlichen Aktien, d.h. für 29.758.469 MS-Aktien angenommen, entsteht bei einem Angebotspreis von EUR 1,61 je MS-Aktie eine Zahlungsverpflichtung der Bieterin gegenüber den das Angebot annehmenden MS-Aktionären

in Höhe von EUR 47.911.135,09 (d.h. Angebotspreis von EUR 1,61 mal 29.758.469 MS-Aktien).

Darüber hinaus werden der Bieterin im Zusammenhang mit dem Angebot und seinem Vollzug weitere Transaktionskosten in Höhe von voraussichtlich ca. EUR 100.000,00 entstehen. Die Transaktionskosten enthalten sämtliche im Zusammenhang mit der Durchführung und dem Vollzug des Angebots anfallenden Kosten der beratenden Anwälte und sonstigen Berater, der abwickelnden Bank und weitere Nebenkosten.

Die Gesamtkosten für den Erwerb aller MS-Aktien im Rahmen dieses Angebots würden sich somit auf maximal EUR 48.011.135,09 („**maximale Angebotsgesamtkosten**“) belaufen.

12.2. Finanzierungsmaßnahmen

Die Bieterin hat vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage die notwendigen Maßnahmen getroffen um sicherzustellen, dass ihr die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel rechtzeitig zur Verfügung stehen.

Die Bieterin hat folgende Maßnahmen zur Sicherstellung der Finanzierung des Angebots getroffen:

Der Aktionär Dr. Andreas Aufschnaiter, der unmittelbar insgesamt 1.925.106 MS-Aktien hält, hat mittels unwiderruflicher Nichtannahme- und Depotsperrvereinbarungen (wie in Ziffer 7.6 dargestellt) gegenüber der Bieterin auf die Annahme des Angebots verzichtet. Die Bieterin rechnet daher damit, dass das vorliegende Angebot nur von Aktionären, die bis zu 27.833.363 MS-Aktien halten, angenommen werden kann. Daraus ergeben sich Angebotsgesamtkosten („**Angebotsgesamtkosten**“) in Höhe von EUR 44.911.714,43 (d.h. Angebotspreis von EUR 1,61 mal 27.833.363 MS-Aktien zuzüglich Transaktionskosten in Höhe von EUR 100.000,00).

Die Bieterin verfügt aufgrund eines Darlehens mit der GeneInvest Holding GmbH vom 06.06.2023 über Barmittel in Höhe von ca. EUR 28.000.000,00, die zur Erfüllung des Angebots von der Bieterin eingesetzt werden können. Das Darlehen hat eine Laufzeit bis zum 31.12.2023 und eine Verzinsung von 3,0 % p.a.. Darüber hinaus verfügt die Bieterin über eine Kreditlinie bei der Baader Bank AG vom 02.06.2023 in Höhe von bis zu EUR 17.000.000,00 die zur Erfüllung des Angebots von der Bieterin eingesetzt werden können, sofern die Barmittel dazu nicht ausreichen. Die Kreditlinie hat eine Laufzeit bis zum 31.05.2024 und wird im Falle der Inanspruchnahme mit 6,8 % p.a. verzinst.

Die Angebotsgesamtkosten sind somit durch die Barmittel und die Kreditlinie gedeckt.

Weiterhin haben die Gesellschafter der Bieterin eine Gewährung eines Kredites in Höhe von bis zu EUR 1.000.000,00 gesamtschuldnerisch zugesagt, sollte die Bieterin zusätzliche finanzielle Mittel benötigen z.B. um Zinsverpflichtungen aus den obenstehend beschriebenen Darlehen zu bedienen.

12.3. Finanzierungbestätigung

Die Baader Bank AG mit Sitz Unterschleißheim, ein von der Bieterin unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen, hat der Bieterin eine Finanzierungbestätigung gemäß § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG erteilt.

Diese Finanzierungbestätigung vom 09.06.2023 ist dieser Angebotsunterlage als **Anlage 12.3** beigefügt.

13. Erwartete Auswirkungen eines erfolgreichen Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bieterin

13.1. Allgemeine Vorbemerkung

Zur Abschätzung der voraussichtlichen Auswirkungen eines erfolgreichen Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bieterin, hat die Bieterin auf der Grundlage der unter den Ziffern 13.2 und 13.3 genannten Vorbehalte und Annahmen eine vorläufige und ungeprüfte Einschätzung der bilanziellen Situation der Bieterin zum 31. Dezember 2022 vorgenommen, die sich im Falle der Annahme des Angebots für alle 27.833.363 MS-Aktien mit dem Vollzug des Angebots ergeben hätte. Die Annahme des Angebots für alle 27.833.363 MS-Aktien ist weder Voraussetzung für den Erfolg des Angebots noch die explizite Zielsetzung, die die Bieterin mit dem Angebot verfolgt. Mangels Möglichkeiten den tatsächlichen Umfang der Annahme des Angebots und damit der Verpflichtungen der Bieterin abzuschätzen, erfolgt eine Simulation einer vollständigen Annahme.

Den Finanzinformationen in Ziffer 13.4 liegt die vorläufige, ungeprüfte Bilanz der Bieterin zum 31. Dezember 2022 zugrunde, die nach den Bilanzierungsvorschriften des deutschen Handelsgesetzbuchs, „HGB“) erstellt wurde. Die Bieterin unterliegt gemäß den einschlägigen handelsrechtlichen Vorschriften der Bundesrepublik Deutschland keiner Prüfpflicht.

13.2. Vorbehalte

Die nachstehenden Finanzinformationen in dieser Ziffer 13 erfolgen ausschließlich zur Erfüllung der gesetzlichen Pflichten im Zusammenhang mit diesem Angebot. Sie beschreiben aufgrund ihrer Wesensart lediglich die Situation bei einem Erwerb von 27.833.363 MS-Aktien durch die Bieterin infolge des Angebots und spiegeln folglich nicht notwendigerweise die tatsächliche Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bieterin wieder.

Die Bieterin weist darauf hin, dass sich die Auswirkungen des Angebots auf die zukünftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bieterin derzeit noch nicht genau vorhersagen lassen. Insbesondere können die tatsächlichen Auswirkungen des Vollzugs des Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bieterin je nach tatsächlicher Annahmquote auch geringer ausfallen.

Die Finanzinformationen in Ziffer 13 wurden keiner prüferischen Durchsicht oder Prüfung durch einen Wirtschaftsprüfer unterzogen. Sie wurden nicht entsprechend dem IDW Rechnungslegungshinweis zur Erstellung von Pro-Forma Finanzinformationen erstellt und weichen wesentlich von diesem IDW Rechnungslegungshinweis ab. Eine Abschätzung der steuerlichen Auswirkungen des Angebots hat die Bieterin nicht vorgenommen und im Rahmen der Darstellung der erwarteten Auswirkungen eines erfolgreichen Angebots auf die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage der Bieterin nicht berücksichtigt.

Einzelne Zahlenangaben und Prozentzahlen in Ziffer 13 wurden kaufmännisch gerundet. Die in den Tabellen enthaltenen Summen weichen aufgrund kaufmännischer Rundungen unter Umständen von Zahlen und Beträgen ab, die an anderer Stelle in dieser Angebotsunterlage angegeben sind. Darüber hinaus ergibt die Addition solcher kaufmännisch gerundeter Zahlenangaben unter Umständen nicht genau die in den Tabellen oder an anderer Stelle in der Angebotsunterlage angegebenen Summen.

13.3. Annahmen

Der Darstellung in Ziffer 13 liegen die folgenden Annahmen zugrunde:

- a. Das Angebot wird von allen Aktionären bis auf die Bieterin und Herrn Dr. Andreas Aufschneider angenommen, so dass die Bieterin unter diesem Angebot insgesamt 27.833.363 MS-Aktien für einen Gesamtkaufpreis von EUR 44.811.714,43 (dies entspricht dem Angebotspreis von EUR 1,61 je MS-Aktie multipliziert mit 27.833.363 MS-Aktien) erwerben wird.
- b. Die Transaktionskosten werden EUR 100.000 betragen (siehe Ziffer 12.1). Die Transaktionskosten werden nicht als Anschaffungskosten aktiviert, sondern gewinnmindernd als Aufwand erfasst.
- c. Unterstellt wird ferner, dass die Angebotsgesamtkosten von EUR 44.911.714,43 für den Erwerb der MS-Aktien im Rahmen des Angebots mit dem Vollzug des Angebots voll von der Bieterin bezahlt wurden.
- d. Das Ergebnis der Bieterin wird in Zukunft vorwiegend aus Erträgen aus ihrem Anteil von MS-Aktien bestimmt werden.
- e. Abgesehen von dem Erwerb von MS-Aktien im Rahmen des Angebots wurden keine sonstigen Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bieterin berücksichtigt, die sich in der Zukunft noch ergeben können.
- f. Es finden im Zeitraum bis zum Vollzug des Angebots, außer dem Erwerb von MS-Aktien aufgrund des Angebots, keine Geschäftsvorfälle statt, die Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bieterin haben oder in Zukunft haben können. Die bereits vor dem Angebot bei der Bieterin bestehenden Vermögensgegenstände und Schulden verändern sich nicht.
- g. Die von der Bieterin aufgrund dieses Angebots zu erwerbenden bis zu 27.833.363 MS-Aktien sind in Höhe des Angebotspreises von EUR 1,61 je MS-Aktie aktiviert.

13.4. Auswirkungen auf die Bilanz der Bieterin

Die voraussichtlichen Auswirkungen des Angebots auf die Vermögens- und Finanzlage der Bieterin werden in der nachstehenden Tabelle dargestellt.

Auf der Grundlage der vorläufigen, ungeprüften Bilanz der Bieterin (Einzelabschluss) zum Stichtag 31.12.2022 würde sich der Erwerb der MS-Aktien im Rahmen dieses Angebots durch die Bieterin unter Anwendung der in Deutschland geltenden handelsrechtlichen Bilanzierungsvorschriften (HGB) auf die Vermögens- und Finanzlage der Bieterin zum 31. Dezember 2022 unter den obenstehend dargestellten Annahmen wie folgt auswirken:

TEUR	FY22A	Veränderung	FY22SIM
Immat. Vermögensgegenstände	0		0
Sachanlagen	0		0
Finanzanlagen	432	44.812	45.244
Anlagevermögen	432	44.812	45.244
Vorräte	0		0
Forderungen aus L&L	0		0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenst.	1		1
Wertpapiere	17		17
Kassenbestand und Guthaben	39	88	127
Umlaufvermögen	56	88	145
Aktiva gesamt	488	44.900	45.388
Kapital	26		26
Gewinnvortrag	8		8
Jahresüberschuss/Fehlbetrag	-12	-100	-112
Eigenkapital	21	-100	-79
Pensionsrückstellungen	0		0
Steuerrückstellungen	0		0
Sonstige Rückstellungen	4		4
Rückstellungen	4	0	4
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	464	17.000	17.464
Darlehensverbindlichkeiten	0	28.000	28.000
Sonstige Verbindlichkeiten	0		0
Verbindlichkeiten	464	45.000	45.464
Passiva gesamt	488	44.900	45.388

Gegenüber der ungeprüften Bilanz der Bieterin zum 31. Dezember 2022 erwartet die Bieterin folgende voraussichtliche Auswirkungen aufgrund des Vollzugs des Angebots auf ihre Vermögens- und Finanzlage, wobei – sofern nicht anders angegeben – nachfolgend jeweils die Veränderung der addierten Werte der Bilanzposten der Bieterin nach dem Erwerb von bis zu 27.833.363 MS-Aktien infolge des Vollzugs des Angebots (siehe Spalten Veränderung und FY22SIM) gegenüber der Ausgangslage zum 31. Dezember 2022 vor dem Angebot (Spalte FY22A) dargestellt wird:

- Das Stammkapital der Bieterin beträgt TEUR 25,6
- Der Vollzug des Angebots und der daraus resultierende Erwerb von 27.833.363 MS-Aktien wird zu einer Erhöhung des Finanzanlagevermögens von TEUR 432 um TEUR 44.812 auf TEUR 45.244 führen. Die Bieterin hält über das Finanzanlagevermögen hinaus kein Anlagevermögen.
- Das Umlaufvermögen erhöht sich durch die Erhöhung der liquiden Mittel von TEUR 39 um TEUR 88 auf TEUR 127. Der Unterschiedsbetrag ergibt sich aus dem vollständigen Abruf des Darlehens der GenInvest Holding GmbH (TEUR 28.000) und der Kreditlinie bei der Baader Bank AG (TEUR 17.000) abzgl. der Angebotsgesamtkosten (TEUR 44.912).
- Das Eigenkapital wird sich aufgrund der Transaktionskosten in Höhe von TEUR 100 und damit einer Erhöhung des Jahresfehlbetrags von TEUR -12 um TEUR -100 auf TEUR -112 von TEUR 21 um TEUR -100 auf TEUR -79 verringern.
- Die Darlehensverbindlichkeiten der Bieterin werden sich als Folge der Darlehensfinanzierung des Erwerbes der MS-Aktien aufgrund des Angebots von TEUR 0 um TEUR 28.000 auf TEUR 28.000 erhöhen. Die Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten werden sich als Folge der Inanspruchnahme der Kontokorrentlinien von TEUR 464 um TEUR 17.000 auf TEUR 17.464 erhöhen. Die Rückstellungen werden unverändert TEUR 4 betragen.

- f. Die Bilanzsumme der Bieterin wird sich von TEUR 488 um TEUR 44.888 auf TEUR 45.388 erhöhen.

13.5. Auswirkungen auf die Ertragslage der Bieterin

Der Erwerb von 27.833.363 MS-Aktien mit vollständiger Annahme dieses Angebots wirkt sich voraussichtlich auf die künftige Ertragslage der Bieterin - wie nachfolgend dargestellt - aus:

- a. Die künftigen Erträge der Bieterin werden im Wesentlichen aus Dividendenzahlungen aus ihrer Beteiligung an der MS Industrie bestehen. Für das Geschäftsjahr 2021 hat die MS Industrie keine Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet. In der Vergangenheit wurden durch die MS Industrie bereits Dividenden ausgeschüttet. Die Höhe zukünftiger Dividendenausschüttungen der Zielgesellschaft lässt sich heute nicht prognostizieren. Künftige Dividendenzahlungen der Zielgesellschaft werden davon abhängen, ob die Zielgesellschaft einen Bilanzgewinn ausweist sowie ob und in welcher Höhe die Hauptversammlung der MS Industrie einen Ausschüttungsbeschluss fasst. In der Erwartung, dass die MS Industrie für das Geschäftsjahr 2022 keine Dividende sowie ab dem Geschäftsjahr 2023 eine Dividende in Höhe von EUR 0,08 je MS-Aktie ausschüttet, würde die Bieterin für die im Falle einer vollständigen Annahme des Angebots erworbenen 27.833.363 MS-Aktien Dividendenerträge für das Geschäftsjahr 2023 in Höhe insgesamt ca. EUR 2,23 Millionen brutto erhalten, welche der Bieterin nach einer entsprechenden Beschlussfassung durch die Hauptversammlung der Zielgesellschaft im Geschäftsjahr 2024 zufließen würden.
- b. Die Ertragslage der Bieterin wird durch die Aufwendungen für das Angebot wie folgt negativ beeinflusst: Die Kosten der Bieterin für das Angebot werden voraussichtlich EUR 100.000 betragen und gewinnmindernd als Aufwand verbucht.
- c. Für den Fall der vollständigen Annahme des Angebots fallen bei der Bieterin ab dem Geschäftsjahr 2023 Zinsverpflichtungen in Höhe von TEUR 1.996 p.a. an (auf Basis der unterjährigen Inanspruchnahme entspricht dies im Geschäftsjahr 2023 Zinsen in Höhe von ca. TEUR 998). Diese können für das Geschäftsjahr 2023 aus den bestehenden Barmitteln (unter Inanspruchnahme der Darlehenszusage der Gesellschafter in Höhe von TEUR 1.000) gedeckt werden und können ab dem Geschäftsjahr 2024 aus Dividendenerträgen gedeckt werden.

14. Rückabwicklung

14.1. Rücktrittsgründe

Die MS-Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, haben die folgenden Rücktrittsrechte:

- a. Im Falle einer Änderung des Angebots hat jeder MS-Aktionär gemäß § 21 Abs. 4 WpÜG das Recht, von seiner Annahme des Angebots bis zum Ablauf der Annahmefrist zurückzutreten, wenn und soweit er das Angebot vor Veröffentlichung der Änderung angenommen hat.
- b. Im Falle eines konkurrierenden Angebots hat jeder MS-Aktionär gemäß § 22 Abs. 3 WpÜG das Recht, von seiner Annahme des Angebots bis zum Ablauf der Annahmefrist zurückzutreten, wenn und soweit er das Angebot vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage des konkurrierenden Angebots angenommen hat.

14.2. Ausübung des Rücktrittsrechts

Die MS-Aktionäre können ihr Rücktrittsrecht nach Ziffer 14.1 dieser Angebotsunterlage nur dadurch ausüben, dass sie vor Ablauf der Annahmefrist den Rücktritt für eine zu spezifizierende Anzahl von zum Verkauf eingereichten MS-Aktien schriftlich gegenüber ihrem depotführenden Institut erklären und ihr depotführendes Institut anweisen, die Rückbuchung der zum Verkauf eingereichten MS-Aktien, für die der Rücktritt erklärt wurde, in die ursprüngliche ISIN DE0005855183 / WKN 585518 vorzunehmen.

Die Rücktrittserklärung wird nur wirksam, wenn die Rückbuchung der zum Verkauf eingereichten MS-Aktien, für die der Rücktritt erklärt wird, bis spätestens 18.00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland) des zweiten Bankarbeitstages in Frankfurt am Main nach Ablauf der Annahmefrist in die ursprüngliche ISIN DE0005855183 / WKN 585518 bewirkt wurde. Diese Umbuchung ist durch das depotführende Institut zu veranlassen. Nach der Rückbuchung der zum Verkauf eingereichten MS-Aktien können diese Aktien wieder unter der ISIN DE0005855183 / WKN 585518 gehandelt werden. Diese Rückbuchung ist durch das depotführende Institut unverzüglich nach Erhalt der Rücktrittserklärung zu veranlassen.

14.3. Rechtsfolgen und Kosten des Rücktritts

Durch die wirksame Ausübung des Rücktrittsrechts treten die betreffenden MS-Aktionäre von dem durch die Annahme dieses Angebots geschlossenen Vertrag zurück. Der Rücktritt von der Annahme ist unwiderruflich und die zum Verkauf eingereichten MS-Aktien, für die das Rücktrittsrecht ausgeübt wurde, gelten nach erfolgtem Rücktritt als nicht im Rahmen dieses Angebots als zum Verkauf eingereicht. In einem solchen Fall kann dieses Angebot von den betroffenen MS-Aktionären vor Ablauf der Annahmefrist jederzeit im Wege einer erneuten Einreichung ihrer MS-Aktien nach dem in dieser Angebotsunterlage beschriebenen Verfahren angenommen werden.

15. Mögliche Auswirkungen auf die MS-Aktionäre, die das Angebot nicht annehmen

15.1. Allgemeine Auswirkungen

MS-Aktionäre, die beabsichtigen, dieses Angebot nicht anzunehmen, sollten Folgendes berücksichtigen:

- a. Der gegenwärtige Kurs der MS-Aktien dürfte die Tatsache reflektieren, dass die Bieterin am 15.05.2023 eine Entscheidung zur Abgabe des Angebots veröffentlicht hat. Es ist ungewiss, ob sich der Kurs der MS-Aktien nach Ablauf des Angebots weiterhin auf dem derzeitigen Niveau bewegen oder ob er fallen oder steigen wird. In der letzten Zeit konnte bei einigen Übernahmeangeboten beobachtet werden, dass nach deren Vollzug der Kurs der Aktien der Zielgesellschaft unter den Betrag des Angebotspreises gefallen ist. Die Bieterin kann nicht ausschließen, dass eine ähnliche Kursentwicklung auch bei der MS-Aktie eintreten wird.
- b. MS-Aktien, für die das Angebot nicht angenommen wurde, werden an den Wertpapierbörsen unter der ISIN DE0005855183 / WKN 585518 handelbar bleiben – allerdings nicht mehr im regulierten Markt sondern im Marktsegment m:access der Börse München sowie im elektronischen Handel über XETRA. Aufgrund der Einbeziehung in den m:access, könnte die Nachfrage nach MS-Aktien nach einem Vollzug dieses Angebots geringer sein als heute. Dies würde eine Reduktion der Liquidität der Aktie bedingen. Zudem sinkt mit der Annahmquote auch der Streubesitz der Aktie. Dies kann dazu führen, dass Kauf- und Verkaufsaufträge nicht oder nicht termingerecht ausgeführt werden können oder im Extremfall überhaupt

kein Börsenhandel mehr stattfinden würde. Darüber hinaus kann es zu einer erhöhten Volatilität des Kurses der MS-Aktien als in der Vergangenheit kommen. Mit den vorstehend beschriebenen Einschränkung der Handelbarkeit als Folge des Widerrufs der Zulassung am regulierten Markt können Kursverluste der MS-Aktien einhergehen.

- c. Die Bieterin könnte – unter der Voraussetzung einer entsprechend hohen Annahmquote – nach dem Vollzug dieses Angebots oder zu einem späteren Zeitpunkt möglicherweise über eine ausreichende (qualifizierte) Stimmenmehrheit in der Hauptversammlung verfügen. Dann könnte die Bieterin im Rahmen der gesetzlichen Beschränkungen wichtige gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen in einer Hauptversammlung der MS Industrie auch gegen die Stimmen der Minderheitsaktionäre durchsetzen, wie z.B. Satzungsänderungen, Kapitalerhöhungen (auch unter Ausschluss des Bezugsrechts), die Änderung der Rechtsform der Gesellschaft, eine Verschmelzung, der Abschluss eines Beherrschungs- und / oder Gewinnabführungsvertrages, Umwandlungen, Verschmelzungen und Auflösungen (einschließlich einer sog. Übertragenden Auflösung) oder den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gem. §§ 327a ff. AktG oder auf anderer gesetzlicher Grundlage (sog. Squeeze-out). Die Bieterin hat – wie bereits oben dargestellt (vgl. Ziffer 9.4) – nicht die Absicht solche Strukturmaßnahmen bei der MS Industrie durchzuführen.
- d. Mit einigen dieser oben dargestellten Maßnahmen wäre nach deutschem Recht die Pflicht der Bieterin verbunden, den Minderheitsaktionären, jeweils auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung der MS Industrie, ein Abfindungsangebot zum Erwerb ihrer Aktien gegen Zahlung einer angemessenen Gegenleistung oder Gewährung eines angemessenen Ausgleichs zu machen. Da diese Unternehmensbewertung auf die zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der MS über die jeweilige Maßnahme bestehenden Verhältnisse abstellen würde, könnte ein Ausgleichs- und/oder Abfindungsangebot des Angebotspreises des vorliegenden Angebots entsprechen, jedoch auch höher oder niedriger ausfallen
- e. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich der Antrag auf Widerruf der Zulassung im regulierten Markt in der Zukunft, beispielsweise nach Vollzug des Angebots, nachteilig auf den Börsenkurs der MS-Aktien auswirkt und in der Folge zu Kursverlusten führt.
- f. Nach Vollzug des Widerrufs der Zulassung im regulierten Markt, werden die MS-Aktien ausschließlich im Freiverkehr gehandelt. Ein Delisting aus dem Freiverkehr (und damit ein vollständiger Wegfall der Möglichkeit die MS-Aktien im Freiverkehr an einer Wertpapierbörse zu handeln) wäre ohne die Durchführung eines erneuten öffentlichen Angebotes auf alle Aktien der Zielgesellschaft entsprechend der Regelungen des WpÜG und des BörsG möglich.

15.2. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out

Besitzt die Bieterin nach der erfolgreichen Durchführung des Angebots unmittelbar oder mittelbar mindestens 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals der Zielgesellschaft nach Maßgabe des § 39a Abs. 1, Abs. 2 WpÜG, könnte die Bieterin innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist einen Antrag auf Übertragung der MS-Aktien, die von den verbleibenden MS-Aktionären gehalten werden, auf die Bieterin gegen Zahlung der Gegenleistung beim zuständigen Gericht stellen.

15.3. Andienungsrecht der MS-Aktionäre

Falls die Bieterin die Voraussetzungen erfüllt, um, wie in Ziffer 15.2 beschrieben, einen Antrag auf Übertragung der MS-Aktien, die von den nach Durchführung des Angebots verbleibenden MS-Aktionären gehalten werden, auf die Bieterin zu stellen, ist die Bieterin gemäß § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 WpÜG verpflichtet, diese Tatsache im Internet und im Bundesanzeiger zu veröffentlichen. In diesem Fall sind die verbleibenden MS-Aktionäre gemäß § 39c WpÜG innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist („**Andienungsfrist**“) berechtigt, das Angebot anzunehmen. Die Andienungsfrist beginnt erst zu laufen, wenn die Bieterin ihre Veröffentlichungspflichten gemäß § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 WpÜG erfüllt hat. Die Modalitäten der technischen Abwicklung der Andienung würden von der Bieterin rechtzeitig veröffentlicht werden.

Dieses Andienungsrecht gemäß § 39c WpÜG („**Andienungsrecht**“) gilt für sämtliche dann ausstehenden MS-Aktien. Die in Ziffer 6 aufgeführten Hinweise zur Durchführung des Angebots gelten sinngemäß für eine Annahme des Angebots durch die Ausübung des Andienungsrechts.

16. Vorteile für Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats der MS Industrie

Die beiden Gesellschafter der Bieterin, Herr Dr. Andreas Aufschnaiter und Herr Armin Distel sind gleichzeitig die alleinigen Vorstände der Zielgesellschaft.

Die Bieterin beabsichtigt, weiterhin mit den Mitgliedern des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft, sowie mit dem oberen Management der Tochtergesellschaften der Zielgesellschaft, zusammenzuarbeiten.

Es wurden keinem Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats der MS Industrie von der Bieterin oder den mit ihr gemeinsam handelnden Personen im Sinne des § 2 Abs. 5 WpÜG Geldleistungen oder andere geldwerte Vorteile im Zusammenhang mit diesem Angebot gewährt oder in Aussicht gestellt.

17. Steuern

Die Bieterin empfiehlt den MS-Aktionären, vor Annahme dieses Angebots eine steuerliche Beratung zu den steuerlichen Folgen der Annahme dieses Angebots einzuholen, die ihre persönlichen Verhältnisse berücksichtigt.

18. Veröffentlichungen

Diese Angebotsunterlage wird in Übereinstimmung mit §§ 14 Abs. 2 und 3 WpÜG am 23.06.2023 durch (i) Bekanntgabe im Internet unter <http://www.ms-proactive.de> und (ii) durch Bereithaltung zur kostenlosen Ausgabe bei der MS Industrie AG, Briener Str. 7, 80333 München, worauf durch Hinweisbekanntmachung im Bundesanzeiger hingewiesen wird, veröffentlicht.

Im Einklang mit § 23 Abs. 1 WpÜG wird die Bieterin die Anzahl der MS-Aktien auf Basis der erhaltenen Annahmeerklärungen, einschließlich des Anteils am Grundkapital und der Stimmrechte, wie folgt veröffentlichen:

- wöchentlich nach Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage (§ 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG),
- täglich während der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG),
- unverzüglich nach Ablauf der Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG),
- unverzüglich nach Ablauf der weiteren Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG),
und
- unverzüglich nach Erreichen der für einen Ausschluss der übrigen Aktionäre nach § 39a Abs. 1 und 2 WpÜG erforderlichen Beteiligungshöhe (§ 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpÜG).

Veröffentlichungen der Bieterin gemäß § 23 Abs. 1 und 2 WpÜG und alle nach dem WpÜG erforderlichen weiteren Mitteilungen und Bekanntmachungen im Zusammenhang mit dem Angebot werden auf Deutsch im Internet unter <http://www.ms-proactive.de> veröffentlicht. Ferner werden Mitteilungen und Bekanntmachungen in deutscher Sprache im Bundesanzeiger veröffentlicht, soweit dies nach dem WpÜG erforderlich ist.

19. Anwendbares Recht und Gerichtsstand

Dieses Angebot sowie die aufgrund dieses Angebots abgeschlossenen Kaufverträge unterliegen ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ausschließlicher Gerichtsstand für alle mit dem Angebot (sowie jedem Vertrag, der infolge der Annahme des Angebots zustande kommt) entstehenden Rechtsstreitigkeiten ist, soweit rechtlich zulässig, München, Deutschland.

20. Erklärung über die Übernahme der Verantwortung

Die Bieterin, die MS ProActive Verwaltungs GmbH mit Sitz in Spaichingen, eine dem Recht der Bundesrepublik Deutschland errichtete Gesellschaft mit beschränkter Haftung, übernimmt die Verantwortung für den Inhalt dieser Angebotsunterlage und erklärt, dass nach ihrem Wissen die Angaben in dieser Angebotsunterlage richtig und keine wesentlichen Umstände ausgelassen sind.

UNTERSCHRIFTENSEITE

Spaichingen, den 22.06.2023



Armin Distel
Geschäftsführer
MS ProActive Verwaltungs GmbH

Anlage 8.5: Unmittelbare und mittelbare Tochterunternehmen der MS Industrie AG

Nr	Gesellschaft	Sitz	Land
1	MS Technologie Group AG	München	Deutschland
2	MS Ultraschall Technologie GmbH	Spaichingen	Deutschland
3	MS Powertrain Technologie GmbH	Trossingen	Deutschland
4	GCI Bridge Capital GmbH	München	Deutschland
5	MS Industrie Verwaltungs GmbH	Spaichingen	Deutschland
6	MS PowerTec GmbH	Zittau	Deutschland
7	Grondola Vermietungsgesellschaft mbH & Co. Objekt Trossingen KG	Grünwald	Deutschland
8	MS Technology Inc.	Howell, Michigan	USA
9	MS Ultrasonic Technology LLC	Howell, Michigan	USA
10	MS Land & Buildings LLC	Howell, Michigan	USA
11	MS Entersprise Holding Ltda.	Salto	Brasilien
12	WTP Ultrasonic Ltda.	Contagem, Minas Gerais	Brasilien
13	Shanghai MS soniTEC Co., Ltd.	Shanghai	China

Anlage 12.3: Finanzierungsbestätigung

/ BAADER /

Baader Bank AG • Postfach 1102 • 85701 Unterschleißheim • Deutschland

MS ProActive Verwaltungs GmbH
Karlstraße 8-20
78549 Spaichingen
Deutschland

Unterschleißheim, 9. Juni 2023

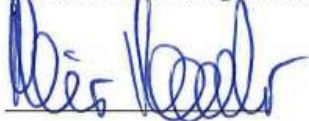
Bestätigung nach § 13 Absatz 1 Satz 2 des deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes vom 20.12.2001 (BGBl. I Seite 3822), zuletzt geändert durch Artikel 1 des Gesetzes vom 20.07.2022 (BGBl. I S. 1166) zum Delisting-Übernahmeangebot der MS ProActive Verwaltungs GmbH an die Aktionäre der MS Industrie AG über den Erwerb sämtlicher Aktien der MS Industrie AG gegen Zahlung einer Geldleistung in Höhe von EUR 1,61 je Aktie

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Baader Bank Aktiengesellschaft mit Sitz in Unterschleißheim bestätigt hiermit gemäß § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG, dass die MS ProActive Verwaltungs GmbH die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass ihr die zur vollständigen Erfüllung des oben genannten Delisting-Übernahmeangebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung zur Verfügung stehen.

Mit freundlichen Grüßen

Baader Bank Aktiengesellschaft



Nico Baader

Vorstandsvorsitzender



ppa. Thomas Winter-Schieszl

Managing Director

Baader Bank Aktiengesellschaft
Weihenstephaner Straße 4
85716 Unterschleißheim
Deutschland

T +49 89 5150 0
F +49 89 5150 1111
service@baaderbank.de
www.baaderbank.de

Vorstand: Nico Baader (Vorsitzender),
Oliver Riedel (stv. Vorsitzender),
Dietmar von Blücher
Vorsitzender des Aufsichtsrats:
Helmut Schreyer

Amtsgericht München HRB 121537
Sitz der Gesellschaft: Unterschleißheim
StNr. 143/107/04009
USt-IdNr. DE114123893
LEI: 529900JFOPPEDUR61H13

Anlage 10.2: Bewertungsgutachten



Treuhandgesellschaft Südbayern GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Gutachterliche Stellungnahme

Ermittlung des Unternehmenswerts je Aktie gem. IDW S 1
zum 14. Mai 2023

der

MS Industrie AG
München

Auftrag: 230515



Inhaltsverzeichnis	Seite
Anlagenverzeichnis	5
Abkürzungsverzeichnis.....	6
1 Auftrag und Auftragsdurchführung	7
1.1 Auftrag	7
1.2 Untersuchungsgrundlagen.....	10
1.2.1 Unterlagen.....	10
1.2.2 Auskunftspersonen.....	10
1.2.3 Besprechungen.....	10
1.2.4 Vollständigkeitserklärung	10
2 Rechtliche Grundlagen, Wertkonzepte und Bewertungsperspektive	11
2.1 Angebotsunterlage.....	11
2.2 Erfordernis der Ermittlung des Unternehmenswertes der MS Industrie AG.....	12
2.3 Wert vs. Preis eines Unternehmens.....	13
2.4 Bewertungsperspektive (subjektiver vs. objektiver Unternehmenswert).....	15
2.4.1 Abgrenzung	15
2.4.2 Wertzusammenhang.....	17
2.5 Funktionsabhängigkeit des Unternehmenswertes	18
2.6 Wertkonzepte.....	19
2.6.1 Vorbemerkung	19
2.6.2 Zukunftserfolgswert	19
2.6.3 Liquidationswert.....	22
2.6.4 Substanzwert.....	23
2.6.5 Vergleichsorientierte Bewertung	24
2.7 Abgrenzung der Unternehmensbewertung gem. IDW S 1 zur Fairness Opinion gem. IDW S 8.....	25
2.8 Offenlegung von Betriebsgeheimnissen	27
2.9 Wert eines Unternehmensanteils	28
3 Bewertungsobjekt.....	29
3.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	29
3.2 Kapitalverhältnisse.....	32
3.3 Wirtschaftliche Verhältnisse.....	33
3.3.1 Historie	33
3.3.2 Geschäftsbereich Antriebstechnik ("MS Powertrain Group")	34
3.3.3 Geschäftsbereich Ultraschalltechnik ("MS Ultrasonic Technology Group").....	35
3.3.4 Marktumfeld.....	36
3.4 Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	43
3.4.1 Einzelabschluss MS Industrie AG	43
3.4.2 Konzernabschluss MS Industrie AG.....	47
3.5 SWOT-Analyse.....	53
4 Planungsrechnung	54
4.1 Vorgehensweise und grundlegende Prämissen.....	54
4.2 Analyse und Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse	55
4.3 Planungsprozess und Planungstreue	56
4.4 Detailplanungsphase 2023 – 2026	59
4.4.1 Vorbemerkung	59
4.4.2 Originäre Planungsrechnung der Gesellschaft	60
4.4.3 Beurteilung der originären Planungsrechnung der Gesellschaft	62
4.4.4 Gutachterliche Anpassungen der Planung für Bewertungszwecke.....	66
4.5 Ewige Rente Terminal Value	67
4.6 Konvergenzphase Übergangsjahr	70
4.7 Planungsrechnung für Bewertungszwecke.....	71
5 Typisierte Steuern	72
5.1 Besteuerung der Ausschüttungen ("Dividenden").....	72
5.2 Besteuerung der zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen in der Phase der ewigen Rente.....	72



6	Kapitalisierungszinssatz	74
6.1	Vorbemerkung	74
6.2	(Risikoloser) Basiszinssatz	75
6.3	Risikozuschlag	77
6.3.1	(Allgemeine) Marktrisikoprämie	78
6.3.2	(Unternehmensspezifischer) Betafaktor ("Equity Beta")	79
6.4	Wachstumsabschlag in der Phase der ewigen Rente ("Unternehmensspezifische Inflationsrate")	85
6.5	Finanzierung des inflationsbedingten Wachstums in der Phase der ewigen Rente	88
6.6	Ableitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze	89
7	Unternehmenswert / Wert je Aktie	90
7.1	Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens	90
7.2	Gesondert zu bestimmende Wertbeiträge	92
7.2.1	Rechtliche Grundlagen	92
7.2.2	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	93
7.2.3	Steuerliche Verlustvorträge	94
7.2.4	Steuerliches Einlagenkonto	95
7.2.5	Synergien	96
7.2.6	Gesamtbetrachtung	97
7.3	Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S 1 zum 14.05.2023	98
7.4	Objektivierter Wert gem. IDW S 1 je Aktie der MS Industrie AG zum 14.03.2023	99
7.5	Sensitivitäten	100
8	Analyse des Börsenkurses und der Vorerwerbe	101
8.1	Börsenkurs (BGH-Beschluss vom 21.02.2023)	101
8.2	Vorerwerbe	103
9	Abschließende Feststellung	104



Anlagenverzeichnis

- Anlage 1: Kontaktdaten
Anlage 2: Allgemeine Auftragsbedingungen

Wir weisen darauf hin, dass bei der Verwendung von gerundeten Beträgen und Prozentangaben aufgrund kaufmännischer Rundung Differenzen auftreten können.



Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
BFH	Bundesfinanzhof
BGH	Bundesgerichtshof
BS WP/vBP	Berufssatzung für Wirtschaftsprüfer/vereidigte Buchprüfer
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Preismodell für Kapitalgüter bzw. Kapitalgutpreismodell)
d.h.	das heißt
EUR	Euro
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FGG	Gesetz über die freiwillige Gerichtsbarkeit
Fn.	Fussnote
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HFA	Hauptfachausschluss (des IDW)
HGB	Handelsgesetzbuch
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
Nr.	Nummer
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
o.g.	oben genannte/-r
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum (jährlich)
PH	Prüfungshinweis
PS	Prüfungsstandard
resp.	respektive
Rn.	Randnummer
RS	Rechnungslegungsstandard
S	Standard
S.	Satz / Seite
s.u.	siehe unten
s.o.	siehe oben
StGB	Strafgesetzbuch
sog.	sogannte/-r
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
UR	Urkundenrolle
vgl.	vergleiche
WP	Wirtschaftsprüfer
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WPK	Wirtschaftsprüferkammer Körperschaft des öffentlichen Rechtes, Berlin
zzgl.	zuzüglich



1 Auftrag und Auftragsdurchführung

1.1 Auftrag

Der Geschäftsführer der

MS ProActive Verwaltungs GmbH
Spaichingen
(Amtsgericht Stuttgart, HRB 728 743)
- im Folgenden auch "Bieterin" genannt -

hat uns mit Schreiben vom 15.05.2023 beauftragt, den Unternehmenswert gem. IDW S 1 je Aktie der

MS Industrie AG
München
(Amtsgericht München, HRB 133 497)
- im Folgenden auch "Gesellschaft" oder "MSI" genannt -

zum 14.05.2023 (Bewertungsstichtag) zu ermitteln.

Hintergrund unserer Beauftragung ist, dass sich die MS ProActive Verwaltungs GmbH am 15.05.2023 dazu entschieden hat, ein öffentliches (freiwilliges) Delisting-Übernahmeangebot (Barangebot) zum Erwerb sämtlicher Aktien der MSI an deren Aktionäre gem. § 14 Abs. 2 und 3, § 34 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) i.V.m. § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 Börsengesetz (BörsG) abzugeben. Zur Erfüllung der entsprechenden gesetzlichen Vorschriften benötigt die MS ProActive Verwaltungs GmbH die Ermittlung des Unternehmenswertes je Aktie der MS Industrie AG zum 14.05.2023.

Die **Unabhängigkeitsvoraussetzungen** der §§ 319, 319a HGB, §§ 20 ff. BS WP/vBP sind von uns erfüllt.

Bei der Durchführung unserer Prüfung und bei der Berichterstattung haben wir die von den für uns maßgeblichen berufsständischen Organisationen (WPK, IDW) entwickelten und verabschiedeten **Berufsgrundsätze** beachtet, soweit sie für den Auftrag im Einzelfall anwendbar sind.

Hierunter fallen insbesondere:

- *Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*
(IDW S1 in der Fassung 2008, Stand: 04.07.2016)
- *Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions*
(IDW S8, Stand: 17.01.0211)
- *Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses*
(IDW RS HFA 10, Stand: 29.11.2012)
- *Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen*
(IDW Praxishinweis 1/2014)
- *Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion*
(IDW Praxishinweis 2/2017)
- *Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen*
(IDW Praxishinweis 2/2018)
- *Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen*
(Fachlicher Hinweis des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vom 25.03.2020)
- *Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen*
(Fachlicher Hinweis des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vom 20.03.2022)



Im Sinne von IDW S 1 haben wir das vorliegende Gutachten als **neutraler Gutachter** ermittelt.

Unsere Arbeiten haben wir in den Monaten **Mai bis Juni 2023** in den Räumen der MS Industrie AG sowie in unserem Büro in München durchgeführt.

Unsere Bewertung haben wir auf Basis der uns zur Verfügung gestellten **Informationen** sowie öffentlich verfügbarer Informationen durchgeführt. Die unserer Tätigkeit zugrunde liegenden wesentlichen **Unterlagen** haben wir im Abschnitt 1.2 des vorliegenden Berichtes zusammengestellt. Die Zurverfügungstellung der Unterlagen sowie die Erteilung der Auskünfte durch die MS Industrie AG erfolgte auf Grundlage einer Delisting-Vereinbarung zwischen der MS Industrie AG und der MS ProActive Verwaltungs GmbH als unserer Auftraggeberin.

Alle von uns erbetenen **Aufklärungen und Nachweise** hat der Vorstand der MSI bereitwillig erteilt.

Für die **Richtigkeit und Vollständigkeit** der uns zur Verfügung gestellten Informationen trägt der Vorstand der MSI die alleinige Verantwortung.

Der Vorstand der MS Industrie AG hat uns gegenüber eine berufsmäßige **Vollständigkeitserklärung** abgegeben mit dem Inhalt, dass uns die Erläuterungen und Auskünfte, die für unsere Prüfung von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden.

Die in unserer Berichterstattung dargestellten Informationen haben wir **in berufsmäßiger Weise kritisch gewürdigt** und soweit möglich sichergestellt, dass diese mit anderen, uns im Verlauf unserer Arbeiten zur Verfügung gestellten Informationen übereinstimmen.

Die von uns im Rahmen der Unternehmensbewertung durchgeführten Untersuchungen unterscheiden sich hierbei allerdings in ihrem Umfang und ihren Zielen wesentlich von einer Jahresabschlussprüfung im Sinne der §§ 316 ff. HGB, einer prüferischen Durchsicht von Abschlüssen im Sinne von IDW PS 900, einer Due Diligence oder ähnlichen Tätigkeiten. Demzufolge erteilen wir **kein Testat** und geben keine andere Form der Bescheinigung oder Zusicherung hinsichtlich der Jahresabschlüsse, des internen Kontrollsystems oder der Unternehmensplanung der MS Industrie AG und übernehmen insofern auch keine Verantwortung für das Eintreten der Planung bzw. der diesen zugrunde liegenden Prämissen und Annahmen.

Wir weisen in diesem Zusammenhang zudem darauf hin, dass die aktuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen durch die weltweite Ausbreitung des **COVID-19-Virus** und die aus den Schutzmaßnahmen gegen den Virus in die resultierenden wirtschaftlichen Folgen von hoher Unsicherheit geprägt sind. Die Folgen für die Volkswirtschaft, einzelne Branchen und einzelne Unternehmen sind derzeit nur sehr schwer abzuschätzen und unterscheiden sich in hohem Maße in Abhängigkeit von Land, Branche und Unternehmen. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Auswirkungen der COVID-19-Krise mit dem Management der MS Industrie AG diskutiert und diese nach bestem Wissen und Gewissen berücksichtigt. Den fachlichen Hinweis des FAUB "*Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen*" vom 25. März 2020 haben wir dabei beachtet. Die Rahmenbedingungen können sich weiterhin jedoch kurzfristig und erheblich verändern mit möglicherweise positiven oder negativen Effekten auf die Bewertungsobjekte und den ermittelten Unternehmenswert.

Gleiches gilt für die **Invasion der russischen Streitkräfte in die Ukraine**. Wir haben diesbezüglich den fachlichen Hinweis des FAUB "*Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen*" vom 20. März 2022 beachtet und mögliche Konsequenzen für die MS Industrie AG mit deren Management diskutiert.

Der vorliegende Bericht wird nur im Zusammenhang mit dem öffentlichen Delisting-Übernahmeangebot (Barangebot) zum Erwerb sämtlicher Aktien der MSI erstellt und ist vor diesem Hintergrund ausschließlich für die interne Verwendung durch die MS ProActive Verwaltungs GmbH bestimmt ("**zulässige Verwendung**").

Die zulässige Verwendung umfasst unter anderem auch einen Verweis auf unsere Tätigkeit und die Verwendung unserer Gutachtlichen Stellungnahme im Rahmen öffentliches Delisting-Übernahmeangebot (Barangebot) sowie Auskünfte in der Hauptversammlung der MS Industrie AG, die Einsichtnahme von Aktionären in die gutachtliche Stellungnahme in der Hauptversammlung der MS Industrie AG und eine Veröffentlichung unserer gutachtlichen Stellungnahme in vollem Wortlaut auf der Website von MS Industrie AG sowie die Verwendung in etwaigen gerichtlichen Folgeverfahren.



Eine darüber hinausgehende Weitergabe unserer gutachterlichen Stellungnahme darf vorbehaltlich unserer ausdrücklichen, schriftlichen Zustimmung nur in vollem Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen **Weitergabebeschränkungen** und Haftungsbedingungen und nur dann an andere Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung schriftlich uns gegenüber einverstanden erklärt hat.

Wir weisen ferner darauf hin, dass die vorliegende Unternehmensbewertung **kein Ersatz für die eigenverantwortliche Beurteilung** resp. **Festlegung des Barangebotes** durch die Organe der MS ProActive Verwaltungs GmbH ist.

Sie beinhaltet darüber hinaus **keine Empfehlung zur Annahme oder zur Ablehnung des Übernahmeangebotes** oder einer damit verbundenen Maßnahme.

Unsere Verantwortlichkeit aus der Ermittlung des subjektiven Unternehmenswerts der MS Industrie AG richtet sich - auch im Verhältnis zu Dritten - nach den als Anlage 2 zu dieser Stellungnahme beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 01.01.2017.

Demgemäß gilt gemäß Abschnitt 9 Abs. 2 der Allgemeinen Auftragsbedingungen in den Fällen, dass die Haftungsbeschränkung nach § 323 Abs. 2 HGB nicht greift, für unsere Leistungen eine **Haftungsobergrenze** von **EUR 4 Mio.**

Der vorliegende Bericht bezieht sich ausschließlich auf die bis zum Tage der Unterzeichnung dieses Berichts **bekannt gewordenen Tatsachen.**



1.2 Untersuchungsgrundlagen

1.2.1 Unterlagen

Zur Durchführung unserer Prüfung wurden uns unter anderem die folgenden Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Vollständiger Dokumententenbestand Handelsregister
- Testierter Jahres- und Konzernabschluss der MS Industrie AG zum 31.12.2020
- Testierter Jahres- und Konzernabschluss der MS Industrie AG zum 31.12.2021
- Testierter Jahres- und Konzernabschluss der MS Industrie AG zum 31.12.2022
- Externer Business Review MS Industrie AG vom 18.02.2022
- Business Plan der MS Industrie AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2026
- Brancheninformationen;
- Pressemitteilungen;
- Veröffentlichungen zu speziellen Fragen der Forderungsbewertung;

1.2.2 Auskunftspersonen

Als Auskunftspersonen standen uns insbesondere zur Verfügung:

- Herr Dr. Andreas Aufschnaiter
Vorstand der MS Industrie AG
- Herr Armin Distel
Vorstand der MS Industrie AG
- Herr RA Florian Renner
Partner GCI Management Consulting GmbH
- Herr WP Thorsten Sommerfeld
Partner Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

1.2.3 Besprechungen

Wir haben die Grundannahmen unserer Stellungnahme mit dem Vorstand der MS Industrie AG mündlich erörtert. In diesem Zusammenhang wurden uns für unsere Einschätzung erforderliche Auskünfte erteilt und Unterlagen übergeben/übersandt.

1.2.4 Vollständigkeitserklärung

Die Abgabe der uns gegenüber von dem Vorstand der MS Industrie AG abgegebenen Vollständigkeitserklärung erfolgte auf Grundlage des Entwurfs unseres Berichtes vom 09.06.2023 und datiert auf den 10.06.2022.



2 Rechtliche Grundlagen, Wertkonzepte und Bewertungsperspektive

2.1 Angebotsunterlage

Entsprechend dem uns vorliegenden Entwurf der Angebotsunterlage stellt sich der bewertungsindizierende Sachverhalt wie folgt dar:

Die Gesellschafter der MS ProActive Verwaltungs GmbH als Bieterin sind die Herren Dr. Andreas Aufschnaiter und Armin Distel. Beide sind zugleich auch die einzigen Vorstände der Zielgesellschaft und üben diese Funktion bereits seit mehreren Jahren aus.

Ziel des Angebots ist auskunftsgemäß die Aktien der MS Industrie AG als Zielgesellschaft zukünftig nicht mehr im geregelten Markt, sondern im Marktsegment m:access der Börse München zum Handel zuzulassen. Der entsprechende Antrag auf Einbeziehung der Aktien der MSI in den Handel im Marktsegment m:access wurde dabei während unser Bewertungsarbeiten am 26.05.2023 durch die Börse München genehmigt.

Der **Segmentwechsel vom geregelten Markt in den m:access** bringt für die MS Industrie AG zahlreiche Erleichterungen in Bezug auf das Berichtswesen, was nach Auffassung der Bieterin und des Vorstands der Zielgesellschaft besser zur mittelständischen Struktur der Zielgesellschaft passt und für die Aktionäre nur mit geringen potentiellen Nachteilen verbunden ist. Zudem gehen damit insbesondere im Bereich der Jahresabschlusserstellung und Prüfung erhebliche Kosteneinsparungen einher.

Entsprechend den Regelungen des § 39 BörsG **bedarf es für den Segmentwechsel eines Übernahmeangebotes**, da der Widerruf der Einbeziehung in den geregelten Markt – unbeschadet der bereits bestehenden Einbeziehung in das Marktsegment m:access – regulatorisch mit einem vollständigen Delisting gleichzusetzen ist.

Zwischenergebnis:

Die Bieterin verfolgt mit dem Angebot das Ziel, die rechtlichen Voraussetzungen für einen Segmentwechsel vom geregelten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse in das Marktsegment m:access der Börse München zu schaffen.



2.2 Erfordernis der Ermittlung des Unternehmenswertes der MS Industrie AG

Gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG muss zum Zeitpunkt der Einreichung des Delisting-Antrags eine Angebotsunterlage zum Erwerb aller MS-Aktien unter Hinweis auf den Delisting-Antrag veröffentlicht worden sein. Ein solches öffentliches Übernahmeangebot muss sowohl im Einklang mit den Bestimmungen des WpÜG stehen als auch den Anforderungen des § 39 BörsG entsprechen.

§ 39 Abs. 3 BörsG sieht hierbei für solche Angebote einen Mindestangebotspreis vor.

Der Mindestangebotspreis bemisst sich hierbei gem. § 39 Abs. 3 BörsG i.V.m. § 31 Abs. 1 WpÜG und § 4 ff. WpÜGAngebotsVO nach den folgenden Kriterien:

- Der Angebotspreis darf nach § 39 Abs. 3 BörsG den gewichteten, durchschnittlichen, inländischen Börsenkurs der MS-Aktie während der sechs Monate vor der am 15.05.2023 veröffentlichten Entscheidung der Bieterin zur Abgabe des Angebots nicht unterschreiten.
("Sechsmonatsdurchschnittskurs").
- Der Angebotspreis darf den gewichteten, durchschnittlichen, inländischen Börsenkurs der MS-Aktie im Sinne von § 5 Abs. 1 und Abs. 3 WpÜGAngebotsVO während der drei Monate vor der am 15.05.2023 veröffentlichten Entscheidung der Bieterin zur Abgabe des Angebots nicht unterschreiten.
("Dreimonatsdurchschnittskurs").
- Der Angebotspreis darf gem. § 4 WpÜGAngebotsVO die höchste von der Bieterin oder einer mit ihrer gemeinsam handelnden Person gewährte oder vereinbarte Gegenleistung für den Erwerb von MSI-Aktien innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage nicht unterschreiten. Im Zeitraum von 6 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Angebotsunterlage haben keine Erwerbe stattgefunden.

Unabhängig hiervon, hat die Bieterin in ihrer am 15.05.2023 veröffentlichten Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots angekündigt, eine Gegenleistung je Aktie zu bezahlen, die mindestens dem Unternehmenswert je Aktie der Zielgesellschaft entspricht (Selbstverpflichtung).

Zwischenergebnis:

Die Erfordernis zur Ermittlung des Unternehmenswertes der MS Industrie AG ergibt sich aus der Selbstverpflichtung der Bieterin am 15.05.2023.



2.3 Wert vs. Preis eines Unternehmens

Betriebswirtschaftslehre, Bewertungs- und Rechnungslegungspraxis verwenden im Rahmen der Bewertung von Unternehmen eine Vielzahl unterschiedlicher Begriffe zur Bezeichnung des jeweiligen Bewertungsergebnisses. Neben zahlreichen Begriffen in der Bewertungspraxis, die auf rechtlichen Vorschriften (u.a.: "Verkehrswert", "gemeiner Wert"), Bilanzierungsstandards (u.a.: "Fair Value"), Bewertungsstandards ("objektivierter Wert") oder ähnlichen Regelungen basieren, unterscheiden die Betriebswirtschaftslehre und Unternehmensbewertungstheorie fundamental zwischen "Wert" und "Preis".

Der **Wert** eines Unternehmers orientiert sich am Nutzen des Bewertungsobjekts für das Bewertungssubjekt und wird anhand eines (Rechen-) Modells abgeleitet, welches wiederum abhängig vom Bewertungszweck und den zur Verfügung stehenden Daten ist.

Der **Preis** für ein Unternehmen bildet sich hingegen auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt und kann je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens oder dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen.

Konzeptionell können **drei verschiedene Preise** unterschieden werden:

- subjektiver Grenzpreis
- (idealisierte, theoretischer) Gleichgewichtspreis
- Realisierter, beobachtbarer Transaktionspreis

Die **konzeptionelle Verbindung zu dem Wertbegriff** ergibt sich aus den in der Bewertungspraxis verfolgten Zwecken der Bewertung, so zum Beispiel beim subjektiven Grenzpreis und dem subjektiven Entscheidungswert oder dem idealisierten (theoretischen) Gleichgewichtspreis und einem gesuchten "objektiven" Wert.

Da die idealtypischen Annahmen des für die Ermittlung des "objektiven" Unternehmenswerts i.d.R. verwendeten idealisierten Kapitalmarktmodells in der Realität nicht vollständig zutreffen, kann ein zweckabhängiger "objektiver" Wert regelmäßig nicht bestimmt werden. Mithilfe des **Konzepts des "objektivierten" Werts** erfolgt jedoch eine möglichst weite Annäherung an diesen.

(s. detailliert im nachfolgenden Abschnitt 2.4.1)

Empirisch beobachtbar sind lediglich reale **Transaktionspreise**, die sich auf Transaktionsmärkten einstellen, beispielsweise Börsenkurse. Diese unterliegen zyklischen und konjunkturellen Schwankungen, die einerseits in theoretischen Gleichgewichtsmodellen regelmäßig nicht reflektiert sind, andererseits jedoch Einfluss auf die Ausprägung empirisch beobachtbarer Kapitalmarktparameter haben. Die empirisch beobachtbaren Transaktionspreise schwanken in Abhängigkeit vom jeweiligen Wirtschaftszyklus sowie systembedingtem temporären Über- oder Untertreibungen um die hypothetisch gleichgewichtigen Preise idealisierter Kapitalmarktmodelle.

Gleichgewichtspreise theoretischer Modelle sind dagegen empirisch nicht beobachtbar, sie können jedoch als "Wert" (gelegentlich auch "innerer Wert" oder "wahrer Wert") entsprechend dem theoretischen Ideal interpretiert werden, auf den sich die realen Märkte durch einen kontinuierlichen Anpassungsmechanismus zubewegen, soweit sich die realen Marktbedingungen den idealisierten Annahmen gleichgewichtiger Kapitalmarktmodelle annähern.

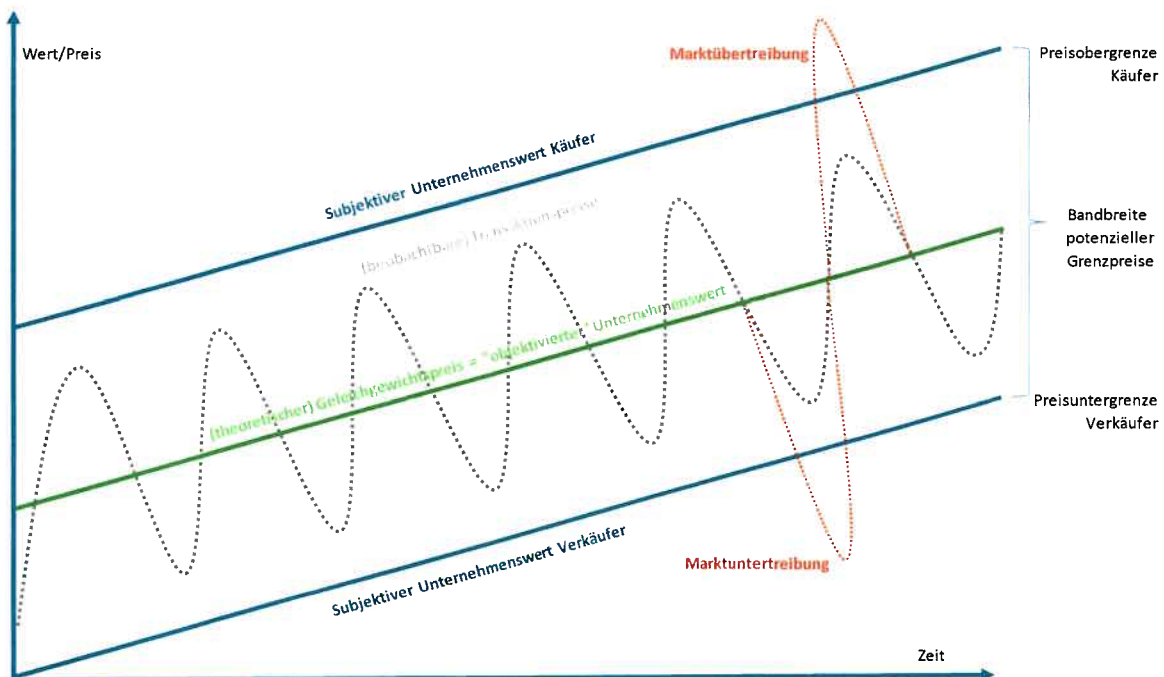
Im **theoretischen Marktgleichgewicht** sind innerer Wert und Gleichgewichtspreis identisch. Der hierfür notwendige Anpassungsmechanismus basiert auf Angebot und Nachfrage einer Vielzahl von Marktteilnehmern, die ihren Anreiz zum Handeln aus der bestehenden Differenz zwischen beobachtbaren Transaktionspreisen und ihren subjektiven Grenzpreisen ziehen, wobei die subjektiven Grenzpreise auf der Basis von Bewertungsverfahren sowie den individuellen Annahmen der jeweiligen Marktteilnehmer bestimmt werden und somit ebenfalls nicht unmittelbar beobachtbar sind.



Die Zusammenhänge zwischen den vorstehend beschriebenen Preisen und Werten lassen sich somit wie folgt darstellen:

MS Industrie AG

Wert vs. Preis
Zusammenhang



Vor dem Hintergrund der drei vorgenannten Preise bzw. Werte ist im Rahmen jeder Bewertung kritisch zu hinterfragen, was konkret der **Bewertungszweck** ist bzw. welches Ergebnis (realisierter, beobachtbarer Transaktionspreis, erwarteter gleichgewichtiger Marktpreis bzw. objektivierter Wert oder subjektiver Grenzpreis / Entscheidungswert) gesucht wird.

Hieraus resultiert, welche Methodik zur Ableitung des gesuchten Ergebnisses sachgerecht ist, welche empirischen Parameter Einfluss finden sollen und inwieweit die Parameter vor dem Hintergrund der verwendeten Methodik und Marktsituation grundsätzlich geeignet sind.

(vgl. vorstehend insgesamt: IDW, WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 5 ff. m.w.N.)

Zwischenergebnis:

Im vorliegenden Fall haben wir gem. § 39 Abs. 3 BörsG den Unternehmenswert der MS Industrie AG ermittelt. Dieser kann von dem Preis für Aktien der MS Industrie AG, wie er in deren Börsenkurs zum Ausdruck kommt, abweichen.



2.4 Bewertungsperspektive (objektiver vs. subjektiver Unternehmenswert)

2.4.1 Abgrenzung

Ein Unternehmen wird immer aus der Sicht eines Bewertungssubjekts bewertet. Die Definition des Bewertungssubjektes führt zu der Unterscheidung zwischen subjektivem und objektiviertem Unternehmenswert.
(vgl.: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rd. 3.38)

Subjektiver Unternehmenswert

Rein subjektive Unternehmenswerte sind immer dann maßgeblich, wenn der jeweilige Bewertungsanlass den Rückgriff auf die individuellen Verhältnisse der Bewertungssubjekte erfordert, nur ein Bewertungssubjekt vorhanden ist und dessen subjektive Erwartungen bekannt sind und/oder die Sicht des Bewertungssubjektes entscheidungsrelevant ist.

Dies ist regelmäßig bei sog. **unternehmerischen Initiativen** der Fall mit der Folge, dass in diesen Fällen der subjektive Unternehmenswert aus der Sicht des Bewertungssubjektes zugrunde zu legen ist.

Hierunter fallen unter anderem die nachstehenden Bewertungsanlässe:

- Kauf oder Verkauf von Unternehmen
- Fusionen
- Zuführungen von Eigen- oder Fremdkapital
- Sacheinlagen (einschließlich der Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens)
- Börsengang
- Management Buy Out
- Wertorientierte Managementkonzepte

Die subjektive Bewertung nimmt **Rücksicht auf die Präferenzen einer Partei**. Diese können in Synergien liegen, die nur dem Bewertungssubjekt zugänglich sind, und sich in höheren Umsatzerwartungen und/oder Kostenersparnissen widerspiegeln. Sie können auch in unterschiedlichen Kapitalisierungssätzen liegen. Eine Bewertung für einen überschaubaren Kreis von Beteiligten kann deswegen die Verzinsung der diesem Kreis tatsächlich zur Verfügung stehenden Anlagealternativen berücksichtigen. Bei der Unternehmensbewertung im Konzern wird häufig die konzernintern geforderte Rendite verwendet.

(vgl. vorstehend: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 2020, Rd. 97 f.)

Bei einem Beteiligungserwerb bildet der **subjektive Unternehmenswert** (auch: "subjektiver Entscheidungswert") die Preisobergrenze.

Erwirbt eine Gesellschaft eine Beteiligung oder beabsichtigt sie dies, ist diese **Preisobergrenze aus Sicht der erwerbenden Gesellschaft** als Bewertungssubjekt zu bestimmen.

(vgl.: IDW RS HFA 10, Tz. 5)

Objektivierter Unternehmenswert

In den Fällen, in denen das Bewertungssubjekt nicht individuell bestimmbar ist wie beispielsweise bei Publikumsaktiengesellschaften oder eine individuelle Betrachtung (meist: rechtlich) nicht gewollt ist, weil solche individuellen, subjektiven Elemente im Streitfall kaum nachprüfbar sind.

Dies ist regelmäßig bei sog. **rechtlich veranlassten Bewertungen** der Fall mit der Folge, dass hier ein objektiver resp. objektivierter Unternehmenswert zugrunde zu legen ist.

(vgl.: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rd. 3.39 ff. m.w.N.)

Hierunter fallen unter anderem die nachstehenden aktien- und umwandlungsrechtlichen Bewertungsanlässe:

- Abschluss von Unternehmensverträgen
- Eingliederung
- Squeeze Out
- Prüfung des Verschmelzungs- bzw. Spaltungsberichts



Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts werden individuelle Einschätzungen durch nachvollziehbare Typisierungen ersetzt. Man gelangt so zu einem intersubjektiv nachvollziehbaren und damit **objektivierten subjektiven Wert**.

Diese **Typisierungen** betreffen insbesondere die Berücksichtigung von Synergien, die Risikoaversion (durch eine kapitalmarktorientierte Ermittlung des Diskontierungszinssatzes nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM)) und die steuerliche Belastung des Bewertungssubjekts.

Der **objektivierte Unternehmenswert gem. IDW S1** stellt dabei einen intersubjektiv nachprüfaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragssteuern sind zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich.
(vgl. IDW S1, Tz. 29)

Die **wesentlichen Unterschiede** zwischen subjektivem und objektiviertem Unternehmenswert nach IDW S 1 lassen sich demnach wie folgt zusammenfassen:

MS Industrie AG

Objektivierter vs. subjektiver Unternehmenswert
Wesentliche Unterscheidungsmerkmale

Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S 1

Subjektiver Unternehmenswert gem. IDW S 1

Ermittlung des "objektiven" Wertes eines Unternehmens als theoretischer Gleichgewichtspreis	Ziel	Ermittlung der Preisobergrenze/-untergrenze für den Erwerb/Verkauf eines Unternehmens
Typisierter Anteilseigner für eine Vielzahl von Investoren <i>(natürliche Person als durchschnittlicher Investor)</i>	Bewertungsperspektive	Individueller Anteilseigner <i>(Konkreter Verkäufer oder Käufer des Unternehmens)</i>
Rechtlich veranlasste Bewertungen	Primärer Anwendungsfall	Unternehmerische Initiativen
Ja	Anwendung Wurzeltheorie	Nein
Berücksichtigung nur bei hinreichender Konkretisierung	Strukturändernde Maßnahmen	Planung ausreichend
Nein	Berücksichtigung von "unechten" Synergien	Ja
Nein	Berücksichtigung von zukünftigen Synergien	Ja
Typisiert	Managementfaktoren	Individuell <i>(Konkreter Anteilseigner)</i>
Typisiert	Finanzierung und Ausschüttungen	Individuell <i>(Konkreter Anteilseigner)</i>
Typisiert	Ertragssteuern des Investors	Individuell <i>(Konkreter Anteilseigner)</i>
Typisiert <i>(Kapitalmarktorientierte Ermittlung nach dem Capital Asset Pricing Model, CAPM)</i>	Kapitalisierungszinssatz	Individuell <i>(Renditevorstellung des konkreten Anteilseigners)</i>
Kapitalwertorientierte Verfahren <i>(Ertragswert-/Discounted Cash Flow-Verfahren)</i>	Primäre Bewertungsmethode	Kapitalwertorientierte Verfahren <i>(Ertragswert-/Discounted Cash Flow-Verfahren)</i>



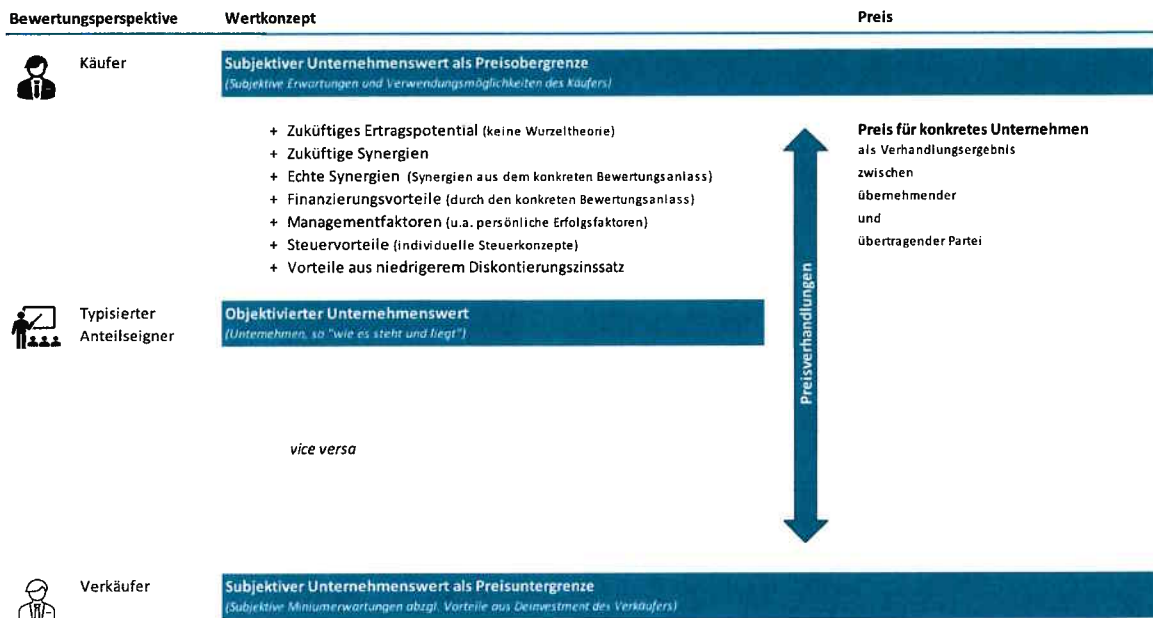
2.4.2 Wertzusammenhang

Der **subjektive Unternehmenswert** als Entscheidungswert begründet unter anderem, warum Unternehmen überhaupt gehandelt werden. Dies ist sachlogisch nur dann der Fall, wenn der subjektive Wert des Verkäufers unter dem des Käufers liegt. Einigen sich die Parteien dann auf einen Wert zwischen den jeweiligen subjektiven Werten, hat jede Partei aus ihrer jeweiligen subjektiven Sicht einen "Gewinn" gemacht.
(vgl.: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 2020, Rd. 97)

Der Wertzusammenhang zwischen objektiviertem und subjektiven Unternehmenswert lässt sich insofern wie folgt darstellen:

MS Industrie AG

Subjektiver vs. objektivierter Unternehmenswert
Wertzusammenhang





2.5 Funktionsabhängigkeit des Unternehmenswertes

In Theorie, Praxis und Rechtsprechung besteht heute Einigkeit, dass es weder einen "objektiven, allgemeingültigen" noch den "schlechthin richtigen" Unternehmenswert gibt.

Vielmehr wird die **Abhängigkeit des Unternehmenswertes vom jeweiligen Bewertungszweck** und damit von der Funktion, die der Bewerter einnimmt, herausgestellt, da sich hieraus in der Regel unterschiedliche Annahmen über die Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse, Art und Umfang einzubeziehender Synergien sowie zu den persönlichen Verhältnissen der Anteilseigner bzw. deren anlassbezogenen Typisierung ergeben.

(vgl. prägend: Moxter: Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 1976, S. 26)-

Daher setzt eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen und Typisierungen herleiten zu können.

(vgl.: IDW S1, Tz. 17)

Der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer in Deutschland differenziert hierbei nach den nachstehenden Funktionen:

(vgl.: IDW S 1, Tz. 12; kritisch hierzu: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rd. 2.29 m.w.N.)

Neutraler Gutachter

In der Funktion als neutraler Gutachter wird der Wirtschaftsprüfer als Sachverständiger tätig, der mit nachvollziehbarer Methodik einen von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens ermittelt (sog. "**objektivierter Unternehmenswert**").

Aus rechtlicher Sicht ist der objektivierter Wert eine typisierende Schätzung, die zu einer bestmöglichen Annäherung an einen idealisierten Verkehrswert oder gemeinen Wert führt.

(vgl.: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rd. 3.4)

Berater

In der Beratungsfunktion ermittelt der Wirtschaftsprüfer einen **subjektiven Entscheidungswert** i.S.e. Grenzpreises der z.B. angeben kann, was ein bestimmter Investor unter Berücksichtigung der vorhandenen individuellen Möglichkeiten und Planungen für ein Unternehmen höchstens anlegen darf (Preisobergrenze) oder ein Verkäufer mindestens verlangen muss (Preisuntergrenze), um seine ökonomische Situation durch die Transaktion nicht zu verschlechtern (sog. "**subjektiver Unternehmenswert**").

Die Angemessenheit eines potenziellen Kaufpreises ist somit immer dann gegeben, wenn dieser den Grenzpreis des potenziellen Käufers nicht überschreitet.

(vgl.: IDW S 8; Tz. 45)

Schiedsgutachter/Vermittler

In der Schiedsgutachter-/Vermittlerfunktion wird der Wirtschaftsprüfer tätig, der in einer Konfliktsituation unter Berücksichtigung der verschiedenen subjektiven Wertvorstellungen der Parteien einen Einigungswert als Schiedsgutachter feststellt oder als Vermittler vorschlägt (sog. "**Schiedsspruchwert**" oder "**Einigungswert**").

Zwischenergebnis:

Im vorliegenden Fall haben wir den objektivierten Unternehmenswert der MS Industrie AG in der Funktion eines neutralen Gutachters ermittelt.



2.6 Wertkonzepte

2.6.1 Vormerkung

Die im Folgenden beschriebenen Bewertungsgrundsätze und -methoden gelten in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und werden von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Sie haben ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. ("IDW") und hier insbesondere in dem IDW Standard: "**Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen**" ("IDW S 1") gefunden.

(vgl.: BVerfG, 26.04.2011, 1 BVR 2658/10, Tz. 23; BGH, 29.09.2015, II ZB 23/14, Tz. 33)

2.6.2 Zukunftserfolgswert

Unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele bestimmt sich der Wert eines Unternehmens und damit der Marktwert seines Eigenkapitals durch den **Barwert** der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen **Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner** (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen).

(vgl.: BGH, 13.04.2016, XII ZB 578/14, Tz. 35; IDW S1, Tz. 4)

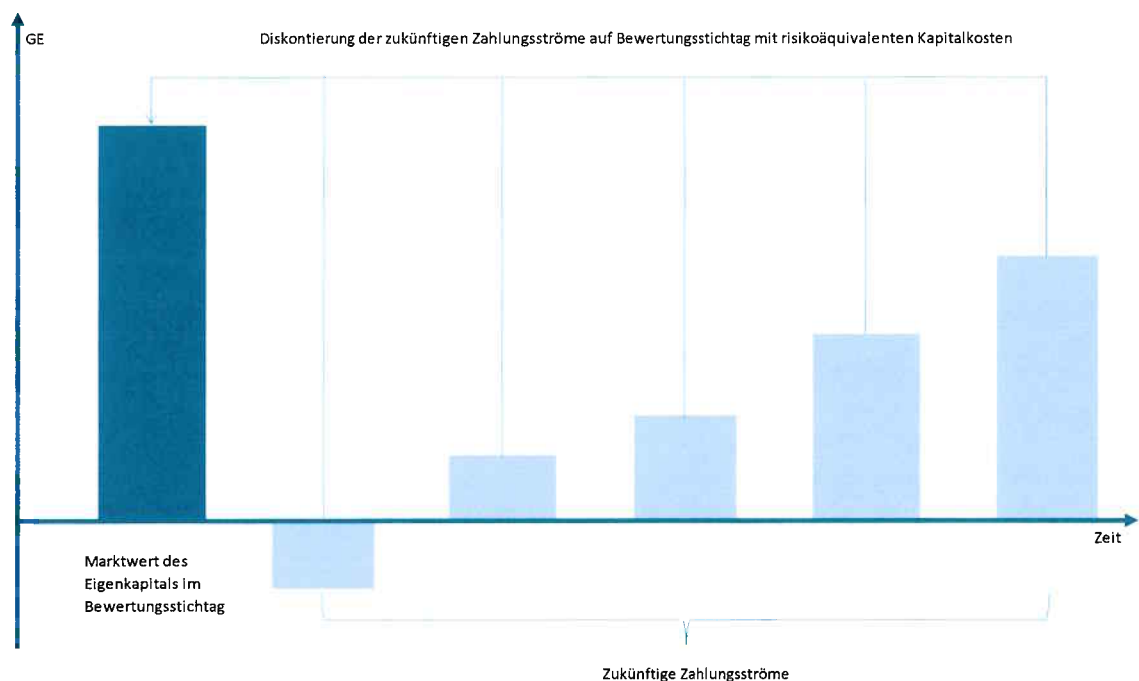
Insofern wird der Wert des Unternehmens **allein aus seiner Ertragskraft** abgeleitet, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften,
(vgl.: ebenda)

Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (**Zukunftserfolgswert**).
(vgl.: BGH, 13.04.2016, XII ZB 578/14, Tz. 34, IDW S1 Tz. 5)

Zur Ermittlung **dieses Barwerts** wird ein risikoadäquaterer **Kapitalisierungszinssatz** verwendet:

MS Industrie AG

Marktwert des Eigenkapitals
Barwert

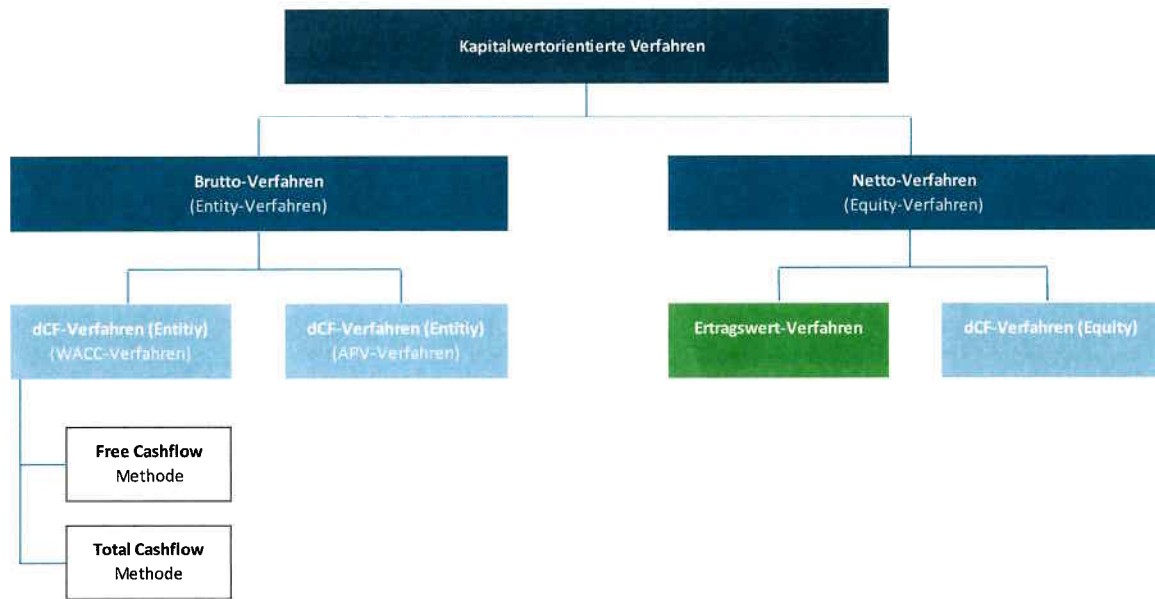




Finanzmathematisch erfolgt die Ermittlung des Unternehmenswerts als Zukunftserfolgswert in der Bewertungspraxis mittels eines der nachstehenden **kapitalwertorientierten Verfahren**:

MS Industrie AG

Zukunftserfolgswert
Kapitalwertorientierte Verfahren



Die **Netto-Verfahren** ermitteln dabei den Marktwert des Eigenkapitals direkt durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse mit einem risikoadäquaten Eigenkapitalzinssatz. Diese Überschüsse lassen sich auf Grundlage von Aufwendungen und Erträgen (**Ertragswertverfahren**) oder Zahlungsströmen ("**discounted Cashflow-Verfahren**") ermitteln.

Die **Brutto-Verfahren** hingegen ermitteln in einem ersten Schritt zunächst den Wert des Unternehmens bei unterstellter Eigenfinanzierung ("Unternehmensgesamtwert" oder "Enterprise Value"). In einem zweiten Schritt wird von diesem Wert der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgezogen und so der Marktwert des Eigenkapitals ermittelt.

Die einzelnen (**Unter-**) **Verfahren des Brutto-Verfahrens** lassen sich im Wesentlichen durch die verwendeten Parameter für Herleitung des Unternehmensgesamtswerts wie folgt unterscheiden:

MS Industrie AG

Brutto-Verfahren
Wesentliche Unterscheidungsmerkmale

Verfahren	Kapitalisierungsgröße	Berücksichtigung des Steuervorteils aus Fremdfinanzierung (" Tax Shield ")	Diskontierungszinssatz
APV ("Adjusted Present Value")	Free Cashflow (Nach sämtlichen Unternehmensausgaben einer Periode frei zur Verfügung stehende Liquidität)	Separater Wertbeitrag	Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens
WACC ("Weighted Average Cost of Capital")	Free Cashflow (Nach sämtlichen Unternehmensausgaben einer Periode frei zur Verfügung stehende Liquidität)	Im Diskontierungszinssatz	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten mit Tax Shield ("Weighted Average Cost of Capital")
TCF ("Total Free Cashflow")	Total Cashflow (Free Cashflow zzgl. Steuervorteil aus Fremdfinanzierung)	Im Total Cashflow	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten ohne Tax Shield ("Weighted Average Cost of Capital")



Die vorstehenden Verfahren führen allesamt bei gleichen Bewertungsannahmen bzw. -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu gleichen Unternehmenswerten.
(vgl.: IDW S 1, Tz. 101)

Im vorliegenden Fall haben wir den Unternehmenswert der MS Industrie AG nach dem in der Bewertungspraxis in Deutschland am meisten verbreiteten und von der Rechtsprechung anerkannten **Ertragswertverfahren** ermittelt.
(vgl.: BGH, 29.09.2015, II ZB 23/14, Tz. 33; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 2020, Tz. 181)

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren ergibt sich dieser wie folgt:

Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens
+ Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
+ Liquidationswert der übrigen Sonderwerte
= **Unternehmenswert**
(vgl.: IDW S1, Tz. 86)



2.6.3 Liquidationswert

Der Liquidationswert eines Unternehmens wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände und der Ablösung der Schulden unter Abzug von Liquidationskosten sowie ggf. liquidationsbedingter Ertragsteuern ergeben.

(vgl.: IDW S1, Tz. 141)

Die Höhe des Liquidationswerts hängt dabei sowohl von der **Zerschlagungsgeschwindigkeit**, welche den Zeitraum der Veräußerung bestimmt, als auch von der **Zerschlagungsintensität** ab, welche den Grad der Aufsplitterung der Vermögensgegenstände bestimmt.

(vgl.: IDW, WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 158)

In den Fällen, in denen der Liquidationswert den Fortführungswert (hier: Zukunftserfolgswert) übersteigt, bildet der Liquidationswert grundsätzlich die **Wertuntergrenze** für den Unternehmenswert.

(vgl.: IDW S1, Tz. 141; IDW PH 1/2014; Tz. 53)

Bei Vorliegen eines **rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs** zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert (hier: Ertragswert) des Unternehmens abzustellen.

(vgl.: ebenda)

Darüber hinaus können auch **subjektive, nicht finanzielle Ziele** (z. B. soziale Ziele) des Unternehmenseigners dazu führen, dass aus dessen subjektiver Sicht anstelle des möglicherweise höheren Liquidationswerts der niedrigere Fortführungswert anzusetzen ist. So unterliegen bspw. Gesellschafter von Familienunternehmen aufgrund ihrer Unternehmenscharta in manchen Fällen auch ethisch-moralischen Verpflichtungen gegenüber Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten, Öffentlichkeit etc., die eine Unternehmensfortführung trotz mangelnder Rentabilität erforderlich machen.

(vgl.: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2017, S. 1050)

Nach der **Rechtsprechung** kommt es dabei auf den Liquidationswert allenfalls dann an, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind.

(vgl.: BGH, 18.09.2006, AG 2006, S. 887, 889; OLG Düsseldorf, 27.02.2004, AG 2004, S. 324, 327 f.).

Im vorliegenden Fall ist zu konstatieren, dass im Bewertungszeitpunkt von einer wirtschaftlich rentablen Geschäftsentwicklung ausgegangen wird und seitens der Geschäftsführung sowie der Gesellschafter nicht die Absicht besteht, die Geschäftstätigkeit MS Industrie AG einzustellen.

Zwischenergebnis:

Im vorliegenden Fall liegen die Voraussetzungen für die Berücksichtigung des Liquidationswertes nicht vor. Eine gesonderte Ermittlung ist insofern nicht erfolgt.



2.6.4 Substanzwert

Der **Substanzwert** eines Unternehmens umfasst die Aufwendungen, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten. Werden hierbei lediglich Vermögenswerte berücksichtigt, so entsteht der "Brutto-Rekonstruktionswert", bei Abzug der Schulden der "Netto-Rekonstruktionswert". Dem Alter der Substanz wird durch entsprechende Abschläge Rechnung getragen. Methodisch werden hierbei keine immateriellen Werte wie insbesondere der Firmenwert erfasst.

(vgl.: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 2020, Tz. 126; IDW S1, Tz. 6)

Der Substanzwert ist daher nur ein Teilrekonstruktionswert und ist damit sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert, zumal auch bei einer anzunehmenden Liquidation nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen ist.

(vgl.: OLG Stuttgart, 14.09.2011, 20 W 6/08, Tz. 202; LG München, 14.02.2014, 5 HK O 16505/08, S. 64; IDW S 1, Tz. 6).

Zum gleichen Ergebnis kommt auch das Bayerische Staatsministerium der Finanzen (hier: Referat 34) das zutreffend was folgt ausführt:

*"In der Betriebswirtschaftslehre gilt der **Substanzwert als irrelevant**, da die Substanz nur als Mittel angesehen wird, Zahlungsströme zu erwirtschaften. Außerdem werden Verbundeffekte vernachlässigt, wichtige Bewertung des Unternehmensvermögens, Geschäftswertfaktoren (z.B. Reputation, Standortvorteil, Belegschaftsqualität) können nicht einzeln identifiziert und bewertet werden."*

(vgl.: FinMin Bayern, 4.1.2013, 34/31/33 - S 3102 - 0006 - 333/13, S. 4 f. mit Verweis auf: Ballwieser, Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, 2011, S. 200)

Zwischenergebnis:

Der Substanzwert ist für die Bewertung eines Unternehmens irrelevant. Eine gesonderte Ermittlung ist insofern nicht erfolgt.



2.6.5 Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen Multiplikatorenmethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken (sog. "**Praktikermethoden**").

Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Anwendung des Umsatzmultiplikationsverfahrens lehnt bereits der **BGH** mit zutreffender Begründung wie folgt ab:

"Eine Bemessung dieses [Unternehmers-] Wertes allein nach dem Umsatz verbietet sich schon deswegen, weil der Umsatz keine sicheren Rückschlüsse auf die Gewinnerwartung und somit auch nicht auf den am Stichtag realisierbaren Wert zulässt."

(vgl.: BGH, 09.11.2011, XII ZR 40/09, Tz. 18)

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nach der **oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung** nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten.

(vgl.: OLG Düsseldorf, 29.10.2018, 26 W 13/17, Tz. 55; kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17.01.2017, 21 W 37/12, Tz. 146; OLG Frankfurt 02.05.2011, 21 W 3/11, Tz. 83; OLG Frankfurt, 15.02.2010, 5 W 52/09; Tz. 105; LG München I, 02.12.2016, 5 HK 5781/15, Tz. 62; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143)

Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen.

(vgl.: OLG Stuttgart, 11.01.2021, 20 W 10/19, S. 23)

Zum gleichen Ergebnis kommt auch das **Bayerische Staatsministerium der Finanzen** (hier: Referat 34) das diesbezüglich zutreffend ausführt:

"Multiplikatorverfahren sind aufgrund der methodischen Einfachheit, vor allem aber wegen der leichteren Verfügbarkeit der zugrunde liegenden Daten ein beliebtes Mittel zur Anbahnung von Verhandlungen mit potentiellen Verkäufern.

*Dass der Käufer sich nicht mit dem so ermittelten Kaufpreis zufriedengibt, sondern regelmäßig die konkreten Wertpositionen und Risiken durch eine aufwändige "due diligence"-Prüfung unter Anwendung eines Diskontierungsverfahrens untersuchen lässt, ist ein Hinweis, dass er seine Kaufpreisentscheidung letztlich eben nicht vom Ergebnis der Multiplikatormethode abhängig macht. Ist dies aber so, ist die **Multiplikatormethode kein geeignetes Bewertungsverfahren im Sinne des Gesetzes.**"*

(vgl.: FinMin Bayern, 4.1.2013, 34/31/33 - S 3102 - 0006 - 333/13, S. 5 f.)

Das **IDW** weist darauf hin, dass vereinfachte Preisfindungen wie Ergebnismultiplikatoren, umsatz- oder produktmengenorientierte Multiplikatoren im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach den dCF-Verfahren bieten können. Insbesondere im Zusammenhang mit kleinen und mittelgroßen Unternehmen wird in der Praxis gelegentlich auf vereinfachte Preisfindungen für Unternehmen zurückgegriffen. Diese **können nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten.**

(vgl.: IDW S1, Tz. 143 f.)

Zwischenergebnis:

Die Vergleichsorientierte Bewertung ist für die Bewertung eines Unternehmens allenfalls zu Plausibilisierungszwecken relevant. Eine gesonderte Ermittlung des Unternehmenswertes der MS Industrie AG nach dem Vergleichswertverfahren ist insofern nicht erfolgt.



2.7 Abgrenzung der Unternehmensbewertung gem. IDW S 1 zur Fairness Opinion gem. IDW S 8

Im vorliegenden Fall ist aufgrund der **relativ großen Schnittmenge** vorab zwischen einer Unternehmensbewertung und einer Fairness Opinion zu unterscheiden:

Eine **Fairness Opinion** ist eine fachliche Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit eines bereits festgelegten Transaktionspreises (vor allem) bei öffentlichen Erwerbs- und Übernahmeangeboten börsennotierter Unternehmen gem. § 27 WpÜG.

Eine **Unternehmensbewertung** hingegen hat die Ermittlung des Wertes von Unternehmen zum Gegenstand.

Der Berufsstand der **Wirtschaftsprüfer** hat seine diesbezüglichen **fachlichen Auffassungen** dem Standard IDW S 1: "*Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*" sowie in dem Standard IDW S 8: "*Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions*" niedergelegt.

Hierbei wird in IDW S 8 *expressis verbis* klargestellt, dass eine Fairness Opinion **kein Instrument zur Ermittlung von Unternehmenswerten** nach IDW S 1 ist. Lediglich für den Fall, dass eine zeitnah erstellte Unternehmensbewertung nach IDW S 1 vorliegt, ist diese als ein Vergleichsmaßstab für den zu beurteilenden Transaktionspreis heranzuziehen. Darüber hinaus werden die methodischen Grundsätze des IDW S 1 bei der Erstellung von Fairness Opinions im Rahmen der Anwendung von Ertragswert- und Discounted Cashflow-Verfahren in IDW S 8 konkretisiert.

Anders als nach IDW S 1 erstellte Unternehmensbewertungen dienen Fairness Opinions jedoch nicht der Ermittlung von Unternehmenswerten im Vorfeld einer Transaktion (*ex ante*), sondern der **Würdigung eines vereinbarten oder vorgesehenen Transaktionspreises im Hinblick auf dessen finanzielle Angemessenheit**.

Hieraus resultiert insbesondere eine **unterschiedliche Zielsetzung** der Anwendung von Ertragswert- und Discounted Cashflow-Verfahren: Während sie im Rahmen des IDW S 1 in Abhängigkeit des Bewertungsanlasses zur Ermittlung von Grenzpreisen, objektivierten Werten oder Einigungswerten dienen, sollen sie im Rahmen des IDW S 8 aus Sicht des Auftraggebers Indikatoren für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines Transaktionspreises unter Berücksichtigung subjektiver Faktoren (u.a.: erwartete Synergien) liefern.

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal liegt in den häufig bei der Erstellung von Fairness Opinions inhärenten **zeitlichen Restriktionen** und **eingeschränktem Informationszugang** zu bewertungsrelevanten Informationen über das resp. von dem Bewertungsobjekt.

Vor diesem Hintergrund erfolgt die Angemessenheitsprüfung im Rahmen einer Fairness Opinion in der Praxis primär auf Basis von direkt beobachtbaren (Transaktions-) Preisen sowie von Vergleichspreisen, die mittels Multiplikatorverfahren hergeleitet werden. Demgegenüber werden Unternehmenswerte nach IDW S 1 fast ausschließlich durch kapitalwertorientierte Verfahren (Ertragswert- und Discounted Cashflow-Verfahren) ermittelt.

Hinsichtlich des **Anwendungsgebiets** sind Überschneidungen von Fairness Opinions und Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 möglich, da grundsätzlich in jeder Situation, in der Unternehmensbewertungen stattfinden, auch - ggf. ergänzend - Fairness Opinions erstellt werden können.

Insofern stehen beide Standards **nicht losgelöst nebeneinander**, zumal IDW S 8 an mehreren Stellen auf IDW S 1 Bezug nimmt. Die speziellen Regelungen für die Erstellung von Fairness Opinions in IDW S 8 besitzen allerdings für diese Zwecke Vorrang gegenüber den Inhalten des IDW S 1.

(vgl. vorstehend insgesamt: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. J Tz. 10 ff. m.w.N.)

Vor diesem Hintergrund haben wir im vorliegenden Fall die entsprechenden fachlichen Aussagen in IDW S 8 berücksichtigt, soweit diese ihm Einzelfall anwendbar waren.



Dies vorausgeschickt lassen sich die wesentlichen Unterschiede zwischen einer Unternehmensbewertung nach IDW S 1 und einer Fairness Opinion nach IDW S 8 wie folgt zusammenfassen:

MS Industrie AG

Unternehmensbewertung vs. Fairness Opinion
Wesentliche Unterscheidungsmerkmale

IDW S 1 (Unternehmensbewertung)

IDW S 8 (Fairness Opinion)

Ermittlung des Wertes eines Unternehmens	Ziel	Beurteilung der Angemessenheit eines (i.d.R. angebotenen) Preises für ein Unternehmen
Rechtliche Bewertungsanlässe und unternehmerische Initiativen	Primärer Anwendungsfall	Beurteilung von Übernahmeangeboten an börsennotierte Unternehmen gem. § 27 WpÜG
Vor Preisfestlegung <i>(resp. unabhängig von Preisfestlegung)</i>	Zeitpunkt	Nach Preisfestlegung
Diverse <i>(u.a.: Bereitstellung von Informationen i.S.d. § 93 Abs. 1 S.2 AktG)</i>	Zweck	Bereitstellung von Informationen i.S.d. § 93 Abs. 1 S.2 AktG
Umfassend	Informationen Bewertungsobjekt	In der Regel einschränkt
Ja	Vollständigkeitserklärung von Bewertungsobjekt	Nein
Kapitalwertorientierte Verfahren <i>(Ertragswert-/Discounted Cash Flow-Verfahren)</i>	Primäre Bewertungsmethode	Marktpreisorientierte Verfahren <i>(Multiplikatoren- oder Vergleichswert-Verfahren)</i>

Im Ergebnis sind Fairness Opinions gem. IDW S 8 damit vereinfacht ausgedrückt "**oberflächliche**" **Unternehmensbewertungen**, die aufgrund der in der Regel vorliegenden restriktiven Rahmenbedingungen nicht die Tiefe und Belastbarkeit einer Unternehmensbewertung gem. IDW S 1 haben (können).
(so im Ergebnis: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rd. 23.36)



2.8 Offenlegung von Betriebsgeheimnissen

Geschäfts- oder Betriebsgeheimnisse dürfen im Prüfungsbericht nicht offenbart werden, da die Unternehmensbewerter der strafrechtlich in § 203 Abs. 1 Nr. 3 StGB sanktionierten Verschwiegenheitspflicht unterliegen und jedermann das Gutachten zur Unternehmensbewertung gebührenfrei und ohne Nachweis eines rechtlichen oder wirtschaftlichen Interesses einsehen kann.

Insofern hat bezüglich der Berichtstiefe eine pflichtgemäße Abwägung dahingehend zu erfolgen, welche Angaben für die Berichtsadressaten unbedingt erforderlich sind, um diesen ein zutreffendes Bild über das Übernahmeangebot zu ermöglichen und auf welche Angaben im Hinblick auf die zu wahrenden Interessen des Unternehmens verzichtet werden muss.

(vgl.: IDW: WPH Edition Assurance, 2021, Kap. K, Tz. 163 m.w.N.)

Vor dem Hintergrund der intensiven Wettbewerbssituation in der Automobilzulieferbranche und des hohen Schädigungspotentials für die MS Industrie AG haben wir insofern in dem vorliegenden Bewertungsgutachten auf eine gesonderte Darstellung der Ertragsplanung für die Geschäftsbereiche "Antriebstechnik" und "Ultraschall" für die Geschäftsjahre 2023 - 2026 verzichtet und diese stattdessen konsolidiert und damit ohne Offenlegung der geschäftsbereichsspezifischen Margen wiedergegeben.



2.9 Wert eines Unternehmensanteils

Der Unternehmenswert ist der Wert für alle Unternehmenseigner als Gesamtgruppe.

Der Wert eines Unternehmensanteils (z.B. einer Aktie oder eines GmbH-Anteils) entspricht im Grundsatz dem jeweiligen prozentualen Anteil eines Anteilseigners am Unternehmen bzw. von der Gesamtgruppe aller Anteilseigner.

(vgl.: IDW S 1, Tz. 13)

Dies muss aber nicht zwingend so sein. Aufgrund der eigenen Rechtsnatur des Anteils kann dieser in Abgrenzung zu anderen Anteilen mit besonderen Eigenschaften ausgestattet sein: z.B. durch bevorrechtigte Dividendenansprüche, Möglichkeiten der Einflussnahme auf das Unternehmenskonzept, weitere Rechte und Pflichten können einzelne Anteile einen anderen Wert haben als Anteile ohne diese Eigenschaften. Darüber hinaus können unterschiedliche subjektive Nutzenfunktionen der Anteilseigner einen unterschiedlichen subjektiven Anteilswert aus Sicht eines Anteilseigners begründen. In der Rechtsprechung sowie in Rechts- und betriebswirtschaftlichem Schrifttum wird insofern zuletzt wieder verstärkt diskutiert, bei welchen Bewertungsanlässen der einzelne Unternehmensanteil und bei welchen das Unternehmen Bewertungsobjekt ist, inwieweit also individuelle Eigenschaften des Anteils i.R.d. Bewertung Berücksichtigung finden solle.

(vgl.: Hüttemann, CF 2016, S. 468 f. m.w.N.; Ruthardt/Hachmeister, WPg 2016, S. 411 ff. m.w.N.)

Bei der Ermittlung des **objektivierten Wertes eines Unternehmensanteils** entspricht dem **quotalen Anteil** des jeweiligen Eigenkapitalgebers am objektivierten Gesamtwert des Unternehmens. Dabei wird die typisierende Annahme homogener Anteile und Anteilseigner getroffen. Zusätzlich sind ggf. unterschiedliche Ausstattungsmerkmale und Rechte der Anteile zu berücksichtigen (z.B. bei Vorzugs- und Stammaktien).

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 57)

Hält das Unternehmen **eigene Aktien**, so sind diese bei der Ermittlung des quotalen Anteils außen vor zu lassen, da diese nach §71b AktG nicht dividendenberechtigt sind.

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Fn. 74 zu Tz. 57)

Zwischenergebnis:

Der objektivierte Wert einer Aktie entspricht deren quotalen Anteil am Wert des Unternehmens.
(Eigene) Aktien, die sich im Eigentum des Unternehmens befinden, sind bei der Berechnung nicht zu berücksichtigen.



3 Bewertungsjekt

3.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

Die MS Industrie AG ist durch formwechselnde Umwandlung der GCI Management GmbH mit dem Sitz in München (AG München, HRB 93329) gemäß Beschluss der Gesellschafterversammlung vom 22. Mai 2000 **entstanden** und firmierte bis zum 02.07.2012 (Tag der Eintragung in das Handelsregister) unter "GCI Industrie AG".

Die Gesellschaft wird beim Amtsgericht München - **Registergericht** unter HRB 133 497 geführt.

Sitz der MS Industrie AG ist München.

Die **Satzung** ist gültig in der Fassung vom 01.07.2021.

Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Satzung:

- Beteiligung an anderen Unternehmen und Gesellschaften im In- und Ausland, insbesondere bei deren Gründung, in deren Aufbauphase oder im Zusammenhang mit deren Umstrukturierung oder Sanierung;
- betriebswirtschaftliche Beratung von Unternehmen im In- und Ausland, insbesondere von solchen, bei denen der Schwerpunkt der Beratungstätigkeit auf der Implementierung der Währung der Analyse entwickelten operativen und strategischen Maßnahmen liegt;
- Aufbau- und Restrukturierungsmanagement auf Zeit.
- Ausgeschlossen sind Tätigkeiten, die unter das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG), das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) oder das Börsengesetz fallen sowie Rechts- und Steuerberatungstätigkeiten.

In realiter ist die MS Industrie AG eine Holdinggesellschaft, die Managementberatung für ihre Kernbeteiligungen erbringt, die in den nachstehenden beiden Sektoren tätig sind:

- **Antriebstechnik**
TIER-1-Lieferant von Systemen und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren (Ventiltriebe, Kipphebel, Getriebegehäuse, etc.) insbesondere für Nutzfahrzeuge, Teile für Hybrid- und Elektro-Motoren)
- **Ultraschalltechnik**
Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von industrieller Ultraschall-Schweißtechnologie, Sondermaschinen und Serienmaschinen, Systeme für Verpackungsmaterialien sowie Komponenten

Darüber sind Tochtergesellschaften der MSI im Bereich Gewerbeimmobilien und der Managementberatung tätig.

Der **Aufsichtsrat** der MS Industrie AG setzt sich wie folgt zusammen.

MS Industrie AG

Aufsichtsrat

Name	Beruf	Wohnort		Wahl durch Hauptversammlung	Stellung
Karl-Heinz Domes	Unternehmensberater	Rheinhausen (Niederrhein)	Deutschland	23.06.2020	Vorsitzender
Reto A. Garzetti	Betriebswirt	Zürich	Schweiz	23.06.2020	stellv. Vorsitzender
Silke Bader	Rechtsanwältin	München	Deutschland	23.06.2020	Mitglied

Der **Vorstand** der Gesellschaft besteht aus den Herren Distel und von Aufschnaiter:

MS Industrie AG

Vorstand

Name	Wohnort		Eintragung Handelsregister	Vertretungsbefugnis
Dr. Andreas Aufschnaiter	München	Deutschland	04.10.2000	Einzelvertretung
Armin Distel	Villingen-Schwenningen	Deutschland	20.01.2013	Einzelvertretung



Die MS Industrie AG beschäftigt neben den beiden Vorständen **einen (1) Mitarbeiter**.

Das **Geschäftsjahr** ist das Kalenderjahr.

Die MS Industrie AG ist aufgrund ihrer Börsennotierung handelsrechtlich gem. § 267 Abs. 3 Satz 2 HGB als **große Kapitalgesellschaft** zu qualifizieren.

Der **Beteiligungsbesitz** der MS Industrie AG stellt sich zum 31.12.2022 wie folgt dar:

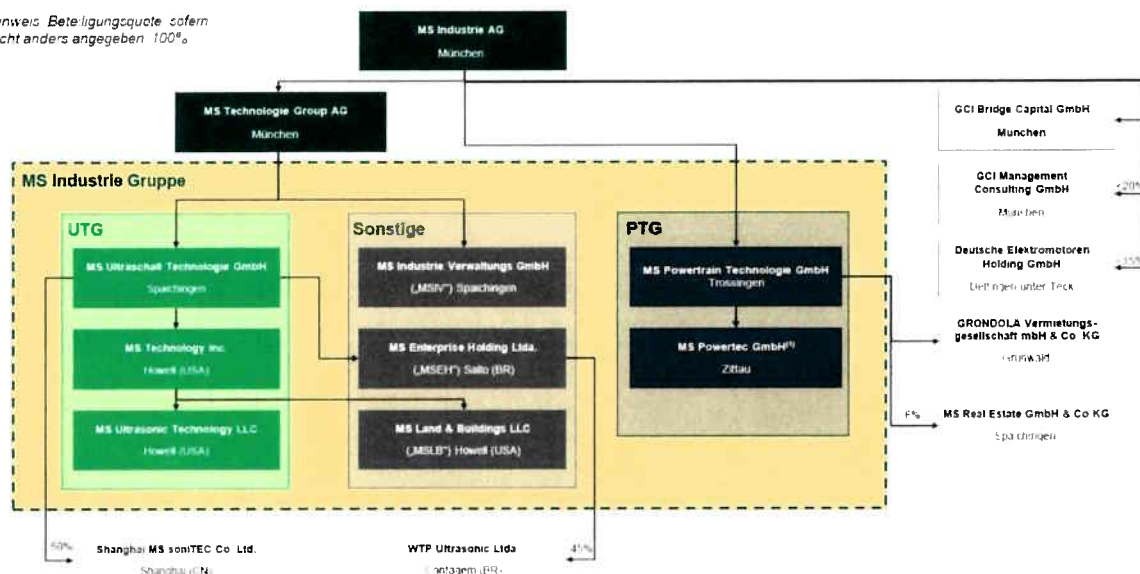
MS Industrie AG

Unternehmensbeteiligungen
Stand 31.12.2022

Gesellschaft	Sitz	Quote	Eigenkapital	Ergebnis
			TEUR 31.12.2022	TEUR 2022
<i>Unmittelbar verbundene Unternehmen:</i>				
MS Technologie Group AG	München	100%	26.521	0 (EAV)
MS Powertrain Technologie GmbH	Trossingen	100%	16.996	0 (EAV)
GCI BridgeCapital GmbH	München	100%	7.277	0 (EAV)
GCI Management Consulting GmbH	München	23,4%	525 (2021)	60 (2021)
GCI Management GmbH	Wien/Österreich	17,0%	845	399
Deutsche Elektromotoren Holding GmbH	Dettingen unter Teck	14,9%	n/a	n/a
<i>Mittelbar verbundene Unternehmen:</i>				
Grondola Vermietungsgesellschaft mbH & Co. Objekt Trossingen KG	Grünwald	100%	20	369
MS Ultraschall Technologie GmbH	Spaichingen	100%	29.135	0 (EAV)
MS Industrie Verwaltungs GmbH	Spaichingen	100%	107	0 (EAV)
MS Technology, Inc.	Howell, Michigan/USA	100%	3.390	518
MS Land & Buildings, LLC.	Howell, Michigan/USA	100%	1.972	-183
MS Ultrasonic Technology, LLC.	Howell, Michigan/USA	100%	1.171	-819
MS PowerTec GmbH, Zittau	Zittau	100%	5.332	932
MS Enterprise Holding Ltda.	Salto, Sao Paulo/Brasilien	100%	804	2
Shanghai MS soniTEC Co.	Shanghai/China	50,0%	191	-109
WTP Ultrasonic Industria e Comercio de Maquinas Ltda.	Contagem City, Brasilien	45,0%	2.658	1.089
MR3W Solarpark Leipzig GmbH & Co. KG	Augsburg	9,9%	1.421	496
MS Real Estate GmbH & Co. KG	Spaichingen	6,0%	642	590

Die Zuordnung der Gesellschaften zu den Geschäftsbereichen der MSI-Gruppe stellt sich wie folgt dar:

Hinweis: Beteiligungsquote sofern nicht anders angegeben 100%.





Im Jahr 2023 wird der MSI-Konzern an 5 Produktionsstandorten mit insgesamt rd. 930 Mitarbeitern voraussichtlich einen konsolidierten Umsatz in Höhe von rd. EUR 235 Mio. erwirtschaften.

Die Gesellschaft wird beim **Finanzamt München für Körperschaften** unter der Steuernummer 143/101/22840 geführt.

Eine steuerliche **Außenprüfung** ("Betriebsprüfung") wird derzeit bei der Gesellschaft durchgeführt und umfasst die Veranlagungszeiträume 2013 bis 2016.

Die MS Industrie AG verfügt zum 31.12.2022 nach vorläufigen internen Berechnungen über **in Deutschland steuerlich nutzbare Verlustvorträge** in Höhe von TEUR 23.881 (Körperschaftsteuer) sowie in Höhe von EUR 22.262 (Gewerbsteuer). Hiervon entfallen körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von TEUR 3.167 und gewerbsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von TEUR 2.202 auf vororganschaftliche Sachverhalte, die von der GCI Bridge Capital GmbH realisiert und insofern auch nur von dieser genutzt werden können.



3.2 Kapitalverhältnisse

Das Grundkapital der MS Industrie AG beträgt EUR 30.000.000 und ist eingeteilt in 30.000.000 nennwertlose Inhaberaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie.

Des Weiteren verfügt die Gesellschaft über ein genehmigtes Kapital in Höhe von EUR 6.000.000 aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung von 01.07.2021, welches seitdem unverändert in voller Höhe besteht.

Der Aktionärskreis der MSI setzt sich zum 14.05.2023 nach den der Gesellschaft vorliegenden Informationen wie folgt zusammen:

MS Industrie AG

Aktionäre
per 14.05.2023

Name	Wohnort/Sitz		Anteil (gerundet)
Vorstand & Top Management MS Industrie AG	n/a	Deutschland	10%
Marco Garzetti	Zürich	Schweiz	8%
Reto A. Garzetti	Zürich	Schweiz	5%
Bayerninvest KVG mbH	München	Deutschland	5%
Universal-Investment-GmbH	Frankfurt	Deutschland	3%
LRI Invest S.A.	Munsbach	Luxemburg	3%
MS Industrie AG (eigene Aktien)	München	Deutschland	1%
MS Proactive Verwaltungs GmbH	Spaichingen	Deutschland	1%
Free Float	n/a	n/a	64%
SUMME			100%

Die Aktien der MS Industrie AG sind seit dem 29. Mai 2001 börsennotiert und unter der ISIN DE0005855183/ WKN 585518 zum Handel im Regulierten Markt (General Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Daneben werden die Aktien an der Börse München in Marktsegment m:access im Freiverkehr sowie im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt.

Die Kursentwicklung der Aktie im XETRA-Handel in den letzten 12 Monaten stellt sich wie folgt dar:

■ MS Industrie (Xetra)





3.3 Wirtschaftliche Verhältnisse

3.3.1 Historie

Die Unternehmenshistorie der MS Industrie AG stellt sich im Zeitablauf wie folgt dar:

- 1965: Gründung der Maschinenfabrik Spaichingen GmbH
- 1991: Gründung der GCI - Gesellschaft für Consulting & Implementierung mbH in München
- 1991: Maschinenfabrik Spaichingen GmbH: Beginn der Montage von Ultraschall-Schweißmaschinen
- 1994: Maschinenfabrik Spaichingen GmbH: Entwicklung und Produktion von ersten Ultraschall-Stanzmaschinen.
- 1998: Umfirmierung der GCI - Gesellschaft für Consulting & Implementierung mbH in GCI Management GmbH
- 2000: Formwechsel der GCI Management GmbH in die Rechtsform der Aktiengesellschaft
- 2001: Notierungsaufnahme der GCI Management AG an der Börse Frankfurt
- 2005: Maschinenfabrik Spaichingen GmbH wird Single-Source-Supplier für den Ventiltrieb der Daimler Motorengeneration NEG Blue Efficiency Power OM 47X für schwere Nutzfahrzeuge
- 2007: GCI Management AG: Erwerb Elektromotorenwerk in Grünhain-Beierfeld (Sachsen)

2008: GCI Management AG: Erwerb der Maschinenfabrik Spaichingen GmbH und der MS Industries Inc.
--

- 2009: Gründung der MS PowerTec GmbH in Zittau (Sachsen)
- 2010: Umfirmierung der GCI Management AG in GCI Industrie AG
- 2011: Aufgliederung der Aktivitäten der Maschinenfabrik Spaichingen GmbH in die Bereiche "Motorentechnik" und "Schweißtechnik"
- 2012: Umfirmierung GCI Industrie AG in MS Industrie AG
- 2013: Umzug der MS Industries Inc. von Fowlerville/Michigan nach Webberville/Michigan
- 2014: Organisation des Geschäftsbereichs "Motorentechnik" als MS Powertrain Technology Group
Organisation des Geschäftsbereichs "Schweißtechnik" als MS Ultrasonic Technology Group
- 2015: Umzug des Geschäftsbereichs MS Powertrain Technology Group von Spaichingen nach Trossingen/Schura
- 2016: Erweiterung des Produktportfolios der MS Ultrasonic Technology Group um leistungsstarke und dabei kompakte Ultraschall-Serienmaschinen
- 2019: Verschlinkung des Portfolios der MS Powertrain Technology Group durch Veräußerung der Fertigung für den Daimler-Weltmotor in den USA
- 2021: Eröffnung des MS Competence Center am Standort Ettlingen mit der Erweiterung des Anwendungsportfolios mit den Bereichen des kontinuierlichen Fügens, Prägens und Perforierens von Vliesstoffen und das Siegeln von Verpackungen.



3.3.2 Geschäftsbereich Antriebstechnik ("MS Powertrain Technology Group")

Im Geschäftsbereich Antriebstechnik ist der MSI-Konzern primär als Zulieferer für die **Automobilhersteller** tätig.

Schwerpunkt der Tätigkeit liegt dabei in der Produktion von Teilen für Verbrennungsmotoren von LKW sowie anderen schweren Off-Road Motoren (Schiffsmotoren, Züge etc.).

Der MSI-Konzern produziert in eigenen Produktionsstätten vor allem:

- Achsen
- Gehäuse
- Kipphebel
- Kipphebelwerke
- Ventiltriebe
- Ventilbrücken
- Zylinderköpfe



Hauptkunden der MSI sind in diesem Geschäftsbereich:

- Daimler Truck AG ("Daimler")
- Traton SE ("MAN")
- Magna International Inc.
- ZF Friedrichshafen AG
- MTU Friedrichshafen GmbH (Rolls-Royce Power Systems AG)

Für Daimler produziert die MSI seit 2006 den Ventiltrieb für die Motorengeneration NEG "Blue Efficiency Power OM 47X" für schwere Nutzfahrzeuge.

Neben der reinen Produktionstätigkeit verfügt die MSI über eine eigene Prototypen- und Konstruktionsabteilung und positioniert sich hiermit als Technologiepartner von der Entwicklungs- und Vorserienphase bis zum fertigen Serienprodukt.

Im Geschäftsjahr 2022 hat der Geschäftsbereich "Antriebstechnik" einen **Umsatz** in Höhe von **EUR 150 Mio.** erwirtschaftet, was rund **75% des Konzernumsatzes** entspricht.



3.3.3 Geschäftsbereich Ultraschalltechnik ("MS Ultrasonic Technology Group")

Im Geschäftsbereich Ultraschalltechnik entwickelt und produziert der MSI-Konzern im Wesentlichen Maschinen für Ultraschall-Verfahren wie Schneiden, Siegeln, Stanzen und Trennschweißen mit Schwerpunkt auf der **Automobilindustrie**.

Die Produkte der MSI in diesem Bereich umfassen

- **Sondermaschinen**
(flexible, kundenspezifische und schlüsselfertige Ultraschall-Sondermaschinen für Anwendungen in der Automotive-Branche, Medizintechnik oder zur Herstellung von Konsumgütern).
- **Serienmaschinen**
(4 Standardmodelle in drei Modellvarianten für Kunden in den Bereichen Automotive, Verpackungstechnik, Medizintechnik, Textilindustrie und Konsumgüter)
- **Systeme**
(Innovative Systeme für das Schneiden, Siegeln, Stanzen und Trennschweißen mittels Ultraschall von Folien, Papier, Gewebe oder Nonwovens mit thermoplastischem Anteil für Kunden aus der Verpackungsindustrie, Medizintechnik und Textilindustrie)
- **Komponenten**
(Generatoren und Konverter, Amplituden-Transformationsstücke und Sonotroden, Vorschubeinheiten und Ultraschall-Handschweißgeräte vorwiegend für Kunden aus der Verpackungsindustrie)
- **Nonwovens**
(Systeme zur Verarbeitung von Vliesstoffen für Hygieneartikel, Medizinprodukten, technischen Anwendungen etc. für Kunden aus den Bereichen Konsumgüter und Medizintechnik).



Hauptkunden der MSI sind in diesem Geschäftsbereich:

- Volkswagen AG
- Forvia SE
- International Automotive Components Group GmbH
- Fritz Dräxlmaier GmbH & Co. KG
- Robert Bosch GmbH ("Bosch")
- REHAU SE
- Fresenius SE & Co. KGaA
- B. Braun SE

Im Geschäftsjahr 2022 hat der Geschäftsbereich "Ultraschalltechnik" einen **Umsatz** in Höhe von **EUR 57 Mio.** erwirtschaftet, was rund **25% des Konzernumsatzes** entspricht.



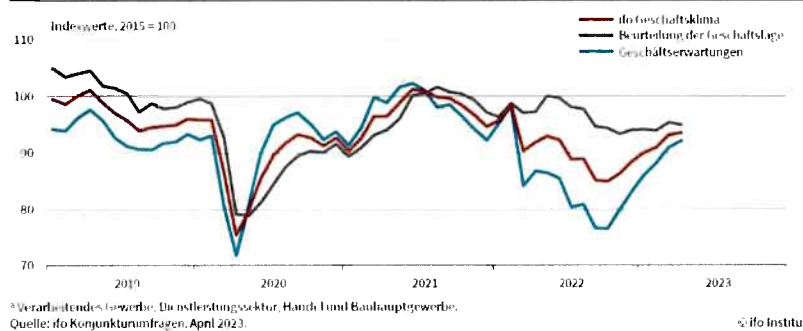
3.3.4 Marktumfeld

a) Konjunkturelle Rahmenbedingungen

Das **gesamtwirtschaftliche Umfeld** in Deutschland hat sich im April 2023 gegenüber dem Vormonat leicht verbessert: Der ifo Geschäftsklimaindex ist im April 2023 auf 93,6 Punkte gestiegen, nach 93,2 Punkten im März 2023. Dies war auf die verbesserten Erwartungen der Unternehmen zurückzuführen. Ihre aktuelle Lage beurteilten sie hingegen etwas schlechter. Die Sorgen der deutschen Unternehmen lassen nach, aber der Konjunktur fehlt es an Dynamik.

Im Verarbeitenden Gewerbe konnte der Index leicht zulegen. Auf der einen Seite haben die optimistischen Stimmen mit Blick auf die zukünftige Entwicklung merklich zugenommen. Andererseits bewerteten die Unternehmen ihre laufenden Geschäfte deutlich schlechter. Die Produktion soll in den kommenden Monaten ausgeweitet werden. Die Kapazitätsauslastung stieg von 84,35% auf 84,55% und liegt damit oberhalb des langfristigen Mittelwerts von 83,6%.

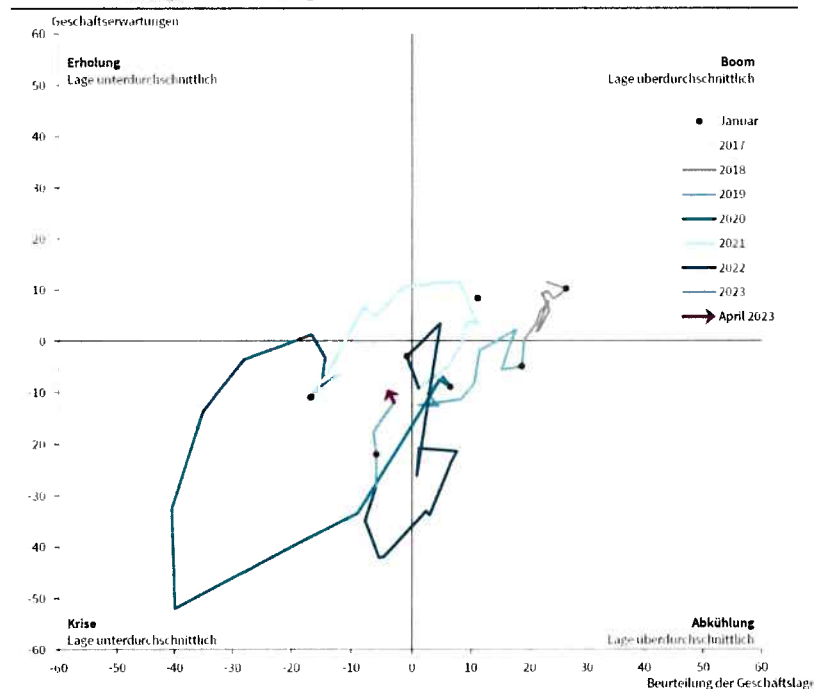
ifo Geschäftsklima Deutschland*
Saisoneremitt



Die ifo Konjunkturuhr Deutschland befindet sich dabei im April 2022 unverändert in dem Bereich der Krise:

ifo Konjunkturuhr Deutschland*

Um ihren Mittelwert bereinigte Salden, saisonbereinigt

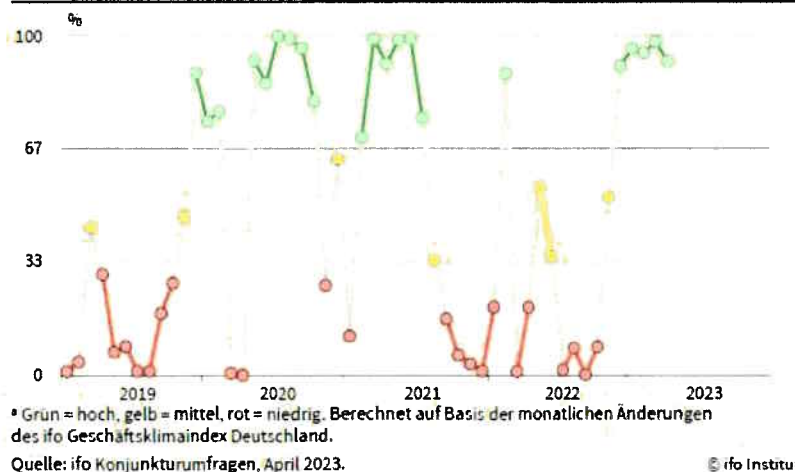




Die ifo Konjunkturampel Deutschland, die die Wahrscheinlichkeit für eine expansive Wirtschaftsentwicklung anzeigt, zeigte im April 2023 erste Ermüdungstendenzen und hat Ihre Höchststände im März 2023 wieder in Richtung Kontraktion verlassen:

ifo Konjunkturampel Deutschland

Monatliche Wahrscheinlichkeit für eine expansive Wirtschaftsentwicklung*



Bezüglich der **gesamtwirtschaftlichen zukünftigen Entwicklung** ist zu konstatieren, dass das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2023 in etwa auf dem Niveau des Vorjahres stagnieren (-0,1%) und im kommenden Jahr um 1,7% zulegen wird. Die konjunkturelle Schwäche wird den Beschäftigungsaufbau in diesem Jahr etwas verlangsamen. Bereits im kommenden Jahr dürfte die Arbeitslosenquote wieder auf 5,1% sinken, nach 5,4% in diesem und 5,3% im vergangenen Jahr.

Die Risiken für diese Prognose sind jedoch vielfältig. Kurzfristig könnte sich das verarbeitende Gewerbe kräftiger erholen, wenn sich die angebotsseitigen Engpässe schneller auflösen als erwartet. Der Auftragsstau bei den Industrieunternehmen ist nach wie vor beträchtlich, und mittlerweile nehmen auch die Neuaufträge wieder zu. Zudem besteht in den energieintensiven Bereichen, deren Produktion Ende 2022 um 17% niedriger lag als noch ein Jahr zuvor, enormes Aufholpotenzial. Der kräftige Anstieg der Industrieproduktion im Januar 2023 war maßgeblich auf diese Bereiche zurückzuführen, die von sinkenden Gas- und Strompreisen profitieren.

Die hohe Inflation könnte hingegen die Binnenkonjunktur stärker dämpfen als in der vorliegenden Prognose unterstellt. Unklar ist vor allem, wie die privaten Haushalte auf die hohen Preisanstiege und die damit einhergehenden Liquiditätsengpässe reagieren. So ist durchaus vorstellbar, dass sie ihre Sparneigung erhöhen und einen zunehmenden Anteil ihres Einkommens, möglicherweise aus einem Vorsichtsmotiv heraus, beiseitelegen. Dies würde den privaten Konsum stärker beeinträchtigen. Auch könnte sich die heimische Preisdynamik langsamer abschwächen als erwartet, etwa weil Tariflohnanstiege oder Gewinnausweitungen höher ausfallen. Dies würde den Rückgang der Kerninflationsrate verzögern und eine restriktivere geldpolitische Reaktion erfordern.

(vgl.: ifo Institut-Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V.: Konjunkturprognose Frühjahr 2023, 15.03.2021)

Zwischenergebnis:

Der Konjunkturausblick in Deutschland hat sich im April 2023 nur leicht verbessert. Das gesamtwirtschaftliche Umfeld ist weiterhin positiv mit einem erheblichen rezessionärem Rückschlagpotential zu beurteilen.



b) Industriestandort Deutschland

Die Attraktivität Deutschlands als Industriestandort erodiert derzeit.

Die Gründe hierfür liegen insbesondere in den nachstehenden Faktoren:

- (Weltweit mit am höchste) Energiekosten (4-5 x höher als in USA)
- (Weltweit mit am höchste) Personalkosten
- Fachkräftemangel
- Politischer Wille zur Deindustrialisierung Deutschlands
- Subventionsabbau (insbesondere vor dem Hintergrund des "Inflation Reduction Act" der USA)
- Hoher Bürokratismus
- Hohe Steuer- und Abgabenbelastung
- Rückständige Infrastruktur/Digitalisierung
- Rückläufige Innovationsneigung

(Quellen:

ifo Schnelldienst 3/2023 (Schwerpunktthema: Industriestandort Deutschland), 15.03.2023

DIHK-Konjunkturumfrage Frühsommer 2023, Mai 2023

Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI): Quartalsbericht Deutschland Q1-2023, 14.03.2023

Augsburger Allgemeine: Sorge um Industriestandort Deutschland wächst (Interview mit Clemens Fuest), 12.04.2023)

Zwischenergebnis:

Der Industriestandort Deutschland ist derzeit tendenziell als Wettbewerbsnachteil zu qualifizieren.



c) Automobilzulieferer

Der Automobilsektor erlebt derzeit einen grundlegenden Umbruch. Regulatoren fordern sowohl für Produkte wie auch in der Wertschöpfungskette "Net-Zero Emissions"-Lösungen und sanktionieren zunehmend bei Nichteinhaltung. Daneben befinden sich Automobilhersteller und Zulieferer in einem umfassenden Transformationsprozess, der ihre Innovationskraft vor große Herausforderungen stellt und massive Investitionen erfordert.

Darüber hinaus leidet der Sektor unter den Auswirkungen der jüngsten globalen Ereignisse, COVID-19, Inflation und Krieg in der Ukraine.

Krieg in der Ukraine



Dramatisch gestiegene Energiepreise aufgrund mangelnder Verfügbarkeit von russischen Erdgasimporten in Europa



Russland und die Ukraine produzieren zusammen ~27% des weltweiten Weizens, dieser kann derzeit nur eingeschränkt exportiert werden



Engpässe in der Versorgungskette aufgrund eingeschränkt verfügbarer Rohstoffe (z. B. Titan und Palladium)



Rückläufige Konsumausgaben aufgrund konjunktureller Unsicherheiten; Unternehmen verschieben Investitionen und verlassen vom Krieg betroffene Märkte



Politische und wirtschaftliche Beziehungen zu Russland sind langfristig geschädigt (bisher 11 höchstes BIP weltweit)

Post-Covid-Effekte



Weitere Unterbrechungen in der Lieferkette (z.B. Halbleiter) aufgrund der Null-Covid-Strategie in China



Weiterhin eingeschränktes Angebotsniveau erhöht den inflationären Preisdruck weiter



Extremer Anstieg der Rohstoff- und Logistikkosten



Aufbau von Lagerbeständen die nicht ausgeliefert werden können



Erhöhte Kapitalbindung und Vorlaufzeiten aufgrund blockierter Lieferketten und Transportwege (insbesondere Wartezeiten in Häfen)

— Direkte Auswirkungen auf die Automobilindustrie

Quelle: Oliver Wyman Analyse

Im Ergebnis ist die Automobilindustrie mit deutlich gestiegenen Kosten sowie Engpässen und Störungen in bisher nie dagewesenem Umfang konfrontiert, die zu hohen und schwer planbaren Schwankungsbreiten in der Logistik führen. Gleichzeitig geht – bedingt durch Rezessionen und Änderungen der Regulierung – die Nachfrage zurück. Dies hat bereits deutliche Spuren in der Finanzlage einzelner Unternehmen hinterlassen.

Die Last wird jedoch nicht gleichmäßig von allen Akteuren getragen. Während sich die Gewinnspannen der Automobilhersteller seit 2020 erholt haben und wieder auf frühere Rekordwerte von rund 8% gestiegen sind, liegen die Gewinnspannen der Automobilzulieferer bei nur zwei Dritteln ihres historischen Niveaus, d. h. bei etwas mehr als 50% der Gewinnspannen der Automobilhersteller:

EBIT-Marge von Automobilherstellern¹ und Automobilzulieferern
In %, 2012-H1 2022



Quelle: Oliver Wyman Analyse

Quelle: Oliver Wyman Analyse, data provided by S&P Global Market Intelligence

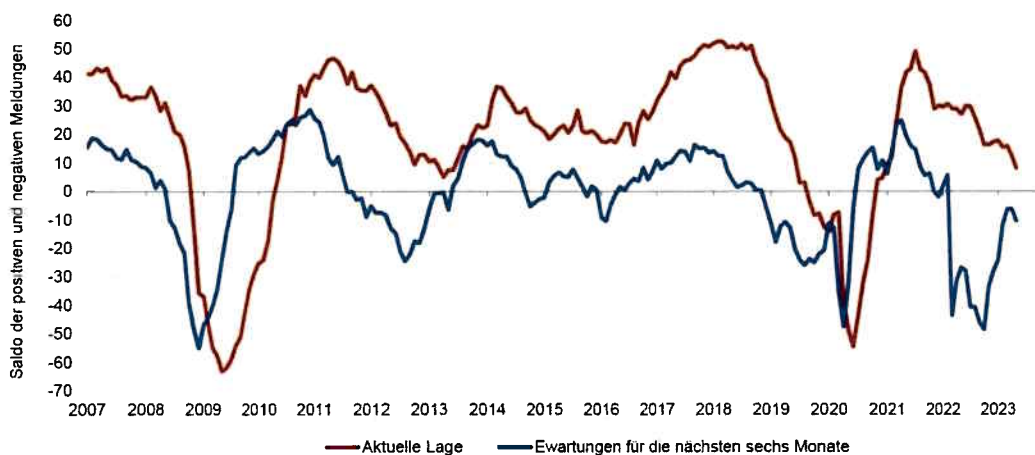


Das Geschäftsklima der deutschen Zulieferer gab im Mai 2023 deutlich nach. Durch einen Rückgang um 4,2 Saldenpunkte liegt das Geschäftsklima mit -1,2 Punkten zum ersten Mal seit Januar dieses Jahres wieder im negativen Bereich. Im Gegensatz zu den Vormonaten, in denen sich die Lagebeurteilung und die Geschäftserwartungen für die kommenden sechs Monate ausgehend von einer großen Lücke stets angeglichen haben, geben im Mai beide Bewertungen nach. Während die Erwartungen mit einem Saldenwert von -10,3 Punkten den weiteren Aufwärtstrend verpassen und wieder etwas tiefer in den roten Bereich rutschen, liegen die Einschätzungen zur aktuellen Lage nach wie vor über der Neutralitätsschwelle. Mit 8,3 Saldenpunkten liegt die Bewertung gleichwohl auf dem niedrigsten Stand seit dem Coronawinter 2020.

ArGeZ Arbeitsgemeinschaft Zulieferindustrie



Geschäftsklima Zulieferindustrie Deutschland Mai 2023



Quelle: Ifo München, ArGeZ Arbeitsgemeinschaft Zulieferindustrie, Saisonbereinigt, Saldo aus positiven und negativen Bewertungen

www.argez.de

Die negativen Erwartungen dürften vorwiegend der spürbar schwächeren Situation bei den Neuaufträgen geschuldet sein. Eine Kehrtwende ist in absehbarer Zeit nicht auszumachen. Stattdessen nehmen Verschiebungen bei den Bestellungen zuletzt zu. Vor allem, wo die abnehmenden Auftragsbestände auf schnelle Durchlaufzeiten treffen, werden Produktionsrückgänge dadurch immer wahrscheinlicher.

Mittelfristig ist der im vorliegenden Fall maßgebliche Megatrend in der Automobilindustrie die im Bundes-Klimaschutzgesetz kodifizierte Dekarbonisierung des Straßenverkehrs mit dem Verbot von Neuzulassungen von PKWs und LNF mit Verbrennungsmotoren spätestens ab 2023 resp. 2035 sowie die Elektrifizierung von SNL ("Oberleitungshybrid-LKW").

(vgl. ausführlich: Umweltbundesamt: Klimaschutz im Verkehr vom 15.03.2023)

Die Folge des **Verbotes von Verbrennungsmotoren** wird ein massiver Rückgang des Produktionswertes in der deutschen, traditionell Ingenieur-getriebenen Automobilindustrie sein, da Elektroantriebe vergleichsweise einfach herzustellen sind und so der Wettbewerbsvorteil der deutschen Automobilindustrie zugunsten der asiatischen (hier: vor allem chinesischen) und amerikanischen Automobilproduzenten erodieren wird.

(vgl.: ifo Schnelldienst 5/2021 (Schwerpunkthema: Strukturwandel in der Automobilindustrie) vom 12.05.2021)

Dieser Trend wird dadurch noch verstärkt, dass sowohl europäische als auch amerikanische Hersteller ihre BEV-Produktion zunehmend nach China verlagern, welches bereits jetzt über einen erheblichen Technologievorsprung verfügt.

(vgl.: PwC: Automobilzulieferer-Studie 2022)



Nach Brancheneinschätzung "*kippelt aktuell jeder zweite Autozulieferer*". So haben im Jahr 2022 bereits der Interieurspezialist Dr. Schneider sowie der Verkleidungs- und Dämpfungs-Experte Borgers Insolvenz angemeldet. Die Schaeffler AG gab bekannt, 1.300 Jobs zu streichen.

Ein Ende der Abwärtsspirale für Zulieferer ist dabei nicht in Sicht.

Zudem treten Interessenkonflikte immer häufiger an die Oberfläche: Von der einen Seite machen den Lieferanten die Hersteller Druck, von der anderen Seite die Banken, was zu einer "*schwierigen Sandwichposition*" führt.

Eine große Lösung, die die Vielzahl an Herausforderungen der Zulieferer unmittelbar entschärfen kann, wird schwer zu finden sein. Insofern ist davon auszugehen, dass der Pool an Autozulieferern spürbar schrumpfen und die Zahl der Insolvenzen strakt ansteigen wird.

Noch bedrohlicher ist die Lage für Unternehmen, deren Portfolio immer noch stark auf Komponenten für Verbrennungsmotoren ausgelegt ist. Sie könnten sich im besten Fall als "*Last man standing*", also letzter verbleibender Lieferant für bestimmte Produkte unersetzlich machen. Ansonsten könnten temporäre Investmentfonds einspringen, mehrere Problemfälle zusammenfügen und Gewinne – solange die noch anfallen – ausschütten. Auch das ist allerdings kein einfaches Unterfangen: Die IG Metall versuchte sich ab dem Herbst 2020 mit der "*Best Owner Group*" an einem solchen Ansatz, fand allerdings nicht genügend Geldgeber für die Idee und gab sie inzwischen wieder auf.

Doch nicht nur schwierige Fälle könnten aus dem Pool der Automobilzulieferer verschwinden. Auch gesunde Unternehmen wie EBM Papst ziehen sich vor dem Hintergrund der schwachmargigen und unattraktiven Autobranche zurück und nahmen hierfür auch Umsatzeinbußen in Kauf, um sich in anderen Branchen zu engagieren, in denen das unternehmerische Risiko zwischen Lieferant und Abnehmer besser aufgeteilt wird.

(Quellen:

Manager Magazin: Branche in der Krise. Der Pool an Autozulieferern wird spürbar schrumpfen, 10.11.2022

Oliver Wyman GmbH: Studie: Zukunft der Automobilzulieferer, November 2022)

Zwischenergebnis:

Die Lage / der Ausblick für Automobilzulieferer (hier: insbesondere wie vorliegend mit Tätigkeitsschwerpunkt Verbrennungsmotoren) in Deutschland ist als in Teilen existenzbedrohlich zu beurteilen.



d) Ultraschalltechnik

Die MS Industrie AG ist im Geschäftsbereich "Ultraschall" zu rund 80% für Automobilhersteller tätig, sodass an dieser Stelle auf die vorgehenden Ausführungen verwiesen werden kann.

Eine Einschränkung besteht lediglich dahingehend, dass für diesen Geschäftsbereich des MSI-Konzerns die Sonderproblematik "Verbrennungsmotor" nicht unmittelbar gilt.



3.4 Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

3.4.1 Einzelabschluss MS Industrie AG

Die Ertragslage der MS Industrie AG in den Geschäftsjahren 2020 - 2022 stellt sich wie folgt dar:

MS Industrie AG

Gewinn und Verlustrechnung

Einzelabschluss HGB TEUR	2020 IST	2021 IST	2022 IST
Umsatzerlöse	758	736	679
Materialaufwand Bezogene Leistungen	228	125	199
Rohertrag	530	611	480
Sonstige betriebliche Erträge	33	2.343	278
Personalaufwand	1.018	951	874
sonstige betriebliche Aufwendungen	1.812	828	1.006
EBITDA	-2.267	1.175	-1.122
Abschreibungen	2	2	2
EBIT	-2.269	1.173	-1.124
Erträge aus Beteiligungen	13	30	10
Erträge aus Gewinnabführungsverträgen	388	6.191	5.230
Erträge aus anderen Wertpapieren und Anleihungen des Finanzanlagevermögens	57	21	27
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	688	252	183
Finanzerträge	1.146	6.494	5.450
Aufwendungen aus Verlustübernahme	12.333	6.688	7.278
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	69	719	212
Abschreibungen auf Finanzanlagen	345	40	0
Finanzaufwendungen	12.747	7.447	7.490
Finanzergebnis	-11.601	-953	-2.040
EBT	-13.870	220	-3.164
Steuern von Einkommen und Ertrag (negatives Vorzeichen)	-38	-5.971	0
Sonstige Steuern (negatives Vorzeichen)	-3	-2	-2
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-13.911	-5.753	-3.166

Kennzahlen

Umsatzerlöse Wachstum [Y/Y]		-2,9%	-7,7%
Rohertrag Marge [Rohertrag/Umsatz]	69,9%	83,0%	70,7%
Sonstige betriebliche Erträge Intensität [sbE/Umsatz]	4,4%	318,3%	40,9%
Personalaufwand Intensität [sbE/Umsatz]	134,3%	129,2%	128,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen Intensität [sbA/Umsatz]	239,1%	112,5%	148,2%
EBITDA Marge [EBITDA/Umsatz]	-299,1%	159,6%	-165,2%
EBIT Marge [EBITDA/Umsatz]	-299,3%	159,4%	-165,5%
EBT Marge [EBT/Umsatz]	-1829,8%	29,9%	-466,0%
Steuer Quote [Ertragssteuern/EBT]	-0,3%	2714,1%	0,0%
Umsatzrendite [Jahresüberschuss/-fehlbetrag/Umsatz]	-1835,2%	-781,7%	-466,3%

Hervorzuheben sind hierbei die nachstehenden Sachverhalte:

- Die **Umsatzerlöse** resultieren ausschließlich aus entgeltlichen Beratungsleistungen von Tochterunternehmen der MSI.
- Unter Position "**sonstige betriebliche Erträge**" wird im Geschäftsjahr 2021 ein Gewinn aus der Veräußerung von Geschäftsanteilen an einer Beteiligungsgesellschaft in Höhe von TEUR 2.335 ausgewiesen.
- Der **Steueraufwand** im Geschäftsjahr 2021 resultiert nahezu vollständig aus dem Erfordernis einer Rückstellungsbildung in dieser Höhe in Zusammenhang mit einem steuerlichen Verdingungsverfahren mit dem US-amerikanischen Finanzbehörden aufgrund von Verrechnungspreisanpassungen. Dieser Rückstellungsbildung steht im MSI-Konzern eine entsprechende mittelbare Forderung der US-amerikanischen Tochtergesellschaft gegen das US-amerikanischen Finanzamt gegenüber.



Die **Vermögenslage** der Gesellschaft stellt sich im Betrachtungszeitraum wie folgt dar:

MS Industrie AG

Bilanz | Aktiva

Einzelabschluss HGB TEUR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
	IST	IST	IST
Sachanlagen	4	2	0
Anteile an verbundenen Unternehmen	47.469	47.584	47.639
Beteiligungen	1.572	612	693
Sonstige Ausleihungen	600	0	0
Finanzanlagen	49.641	48.196	48.332
Anlagevermögen	49.645	48.198	48.332
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	115	5	0
Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen	10.849	11.150	7.333
Forderungen gegenüber Beteiligungen	768	0	0
Sonstige Vermögensgegenstände	3.208	829	201
Forderungen und Sonstige Vermögensgegenstände	14.940	11.984	7.534
Wertpapiere	0	460	460
Liquide Mittel	21	2.384	823
Umlaufvermögen	14.961	14.828	8.817
Rechnungsabgrenzungsposten	43	42	3
AKTIVA	64.649	63.068	57.152
Kennzahlen			
Anlagevermögen Anlagenintensität [Anlagevermögen / Bilanzsumme]	76,8%	76,4%	84,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen Reichweite [Forderungen aus LuL / Umsatz / 365]	55	2	0

Hervorzuheben sind hierbei die nachstehenden Sachverhalte:

- Bezüglich der **Finanzanlagen** wird auf Abschnitt 3.1. des vorliegenden Berichts verwiesen
- Die **Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen** resultieren im Betrachtungszeitraum jeweils fast vollständig aus einem Verrechnungssaldo gegenüber der MS Powertrain Technologie GmbH
- Die **Aktiva der Gesellschaft** bestehen zu rund 85% aus Unternehmensbeteiligungen.



Das Eigenkapital und die Schulden der Gesellschaft stellen sich im Betrachtungszeitraum wie folgt dar:

MS Industrie AG

Bilanz | Passiva

Einzelabschluss HGB TEUR	2020	2021	2022
	IST	IST	IST
Gezeichnetes Kapital	30.000	30.000	30.000
Eigene Aktien	-163	-96	-64
Ausgegebenes Kapital	29.837	29.904	29.936
Kapitalrücklage	7.604	7.596	7.591
Gesetzliche Rücklage	439	439	439
Andere Gewinnrücklagen	3.901	3.958	3.986
Gewinnrücklagen	4.340	4.397	4.425
Gewinn-/Verlustvortrag (nach Ausschüttung)	27.275	13.364	7.611
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-13.911	-5.753	-3.166
Ausschüttung (negatives Vorzeichen)	0	0	0
Eigenkapital	55.145	49.508	46.397
Rückstellungen Steuern	87	6.060	6.060
Rückstellungen Sonstige	1.257	1.074	1.116
Rückstellungen	1.344	7.134	7.176
Anleihen	0	0	3.050
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	756	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	98	39	47
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen			0
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenden Unternehmen	6.810	5.822	0
Verbindlichkeiten gegenüber Beteiligungen	411	0	0
Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten	85	565	482
Verbindlichkeiten	8.160	6.426	3.579
PASSIVA	64.649	63.068	57.152
Kennzahlen			
Eigenkapital Eigenkapitalquote [Eigenkapital / Bilanzsumme]	85,3%	78,5%	81,2%
Sonstige Rückstellungen Intensität [Sonstige Rückstellungen / Umsatz]	165,8%	145,9%	164,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen Zahlungsziel [Verb. LuL / (Materialaufw. + s.b.A.) / 365]	18	15	14
Finanzierung Bilanzieller Verschuldungsgrad [(Verbindlichkeiten + Rückstellungen) / Eigenkapital]	17,2%	27,4%	23,2%

Hervorzuheben sind hierbei die nachstehenden Sachverhalte:

- Die Gesellschaft hat im Betrachtungszeitraum **keine Ausschüttungen** an Ihre Aktionäre geleistet.
- Bei der ausgewiesenen **Anleihe** handelt es sich um eine im Jahr 2022 begeben und im Open Market (Segment: "Quotation Board") der Deutsche Börse AG in Frankfurt gehandelten, nicht besicherten Inhaber-Schuldverschreibung der MS Industrie AG (ISIN: DE000A30VS72/WKN: A30VS7), die in einer Globalurkunde über TEUR 20.000 verbrieft ist. Die Verzinsung der Anleihe beträgt 6,25 % p.a.; sie ist am 17. Oktober 2027 zur Rückzahlung fällig. Der Nettobestand der ausgegebenen Stücke zum 31.12.2022 beträgt nominal TEUR 3.050 (Globalurkunde über TEUR 20.000 abzüglich der nicht gezeichneten Stücke in Höhe von TEUR 16.950).



Die **Liquidität** der MS Industrie AG hat sich in den Jahren 2020 - 2022 wie folgt entwickelt:

MS Industrie AG

Cashflow-Rechnung

Einzelabschluss HGB TEUR	2020	2021	2022
	IST	IST	IST
Jahresüberschuss /-fehlbetrag	-13.911	-5.753	-3.166
+ Abschreibungen auf das Anlagevermögen	2	2	2
-/+ Ab-/Zunahme der Rückstellungen	115	5.790	42
+/- Ab-/Zunahme Working Capital (Vorräte + Fo. LuL - Verb. LuL - erhaltene Anzahlungen)	-116	51	13
+/- Ab-/Zunahme sonstiger Aktiva und Passiva, die nicht der Investitions- und Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind	9.753	-4.765	-4.530
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	9.752	1.076	-4.475
- Auszahlungen für Investitionen in das Sachanlagevermögen	-1	0	0
+ Einzahlungen aus Abgängen des Sachanlagevermögens	0	0	0
- Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen	-13.797	-222	-260
+ Einzahlungen aus Abgängen des Finanzanlagevermögens	3.857	2.265	124
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-9.941	2.043	-136
+ Einzahlungen der Gesellschafter (Eigenkapital)	0	0	0
- Auszahlungen an Gesellschafter (Dividende)	0	0	0
-/+ Ab-/Zunahme Anleihen	0	0	3.050
-/+ Ab-/Zunahme (Finanz-) Kredite (Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten+Gesellschafterdarlehen)	-13	-756	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-13	-756	3.050
Total Cashflow (zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestands)	-202	2.363	-1.561
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	223	21	2.384
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	21	2.384	823



3.4.2 Konzernabschluss MS Industrie AG

Die Ertragslage des MS Industrie-Konzerns in den Geschäftsjahren 2020 - 2022 stellt sich wie folgt dar:

MS Industrie AG

Gewinn und Verlustrechnung Konzern

TEUR	2020	2021	2022
	IST	IST	IST
Umsatzerlöse	164.037	164.666	206.157
Bestandsveränderung	-2.089	859	3.239
Betriebsleistung	161.948	165.525	209.396
andere aktivierte Eigenleistung	0	0	0
sonstige betriebliche Erträge	6.345	5.455	6.871
Gesamtleistung	168.293	170.980	216.267
Materialaufwand Bezogene Waren und RHB	-72.462	-77.751	-105.679
Materialaufwand Bezogene Leistungen	-6.623	-5.142	-6.567
Rohertrag	89.208	88.087	104.021
Personalaufwand	-58.004	-50.899	-57.738
sonstige betriebliche Aufwendungen	-26.958	-28.071	-31.204
EBITDA	4.246	9.117	15.079
Abschreibungen	-13.425	-13.548	-12.353
EBIT	-9.179	-4.431	2.726
Finanzerträge	1.062	794	921
Finanzaufwendungen	-2.546	-2.910	-2.980
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	120	257	313
Finanzergebnis	-1.364	-1.859	-1.746
EBT	-10.543	-6.290	980
Steuern	3.047	2.295	198
Jahresüberschuss /-fehlbetrag	-7.496	-3.995	1.178
Kennzahlen			
Umsatzerlöse Wachstum (Y/Y)	-27,5%	0,4%	25,2%
Rohertrag Marge [Rohertrag/(Umsatz + Bestandsveränderungen + aktivierte Eigenleistungen)]	55,1%	53,2%	49,7%
Sonstige betriebliche Erträge Intensität [sbE / Umsatz]	3,9%	3,3%	3,3%
Personalaufwand Veränderung (Y/Y)	-16,9%	-12,2%	13,4%
Personalaufwand Intensität [Personalaufwand / Umsatz]	35,4%	30,9%	28,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen Intensität [sbA / Umsatz]	16,4%	17,0%	15,1%
EBITDA Marge [EBITDA/Umsatz]	2,6%	5,5%	7,3%
EBIT Marge [EBIT/Umsatz]	-5,6%	-2,7%	1,3%
EBT Marge [EBT/Umsatz]	-6,4%	-3,8%	0,5%
Steuer Quote [Ertragssteuern/EBT]	28,9%	36,5%	-20,2%
Umsatzrendite [Jahresüberschuss/-fehlbetrag / Umsatz]	-4,6%	-2,4%	0,6%

Hervorzuheben sind hierbei die nachstehenden Sachverhalte:

- Die **sonstigen betrieblichen Erträge** resultieren im Wesentlichen aus Wechselkursveränderungen und der Auflösung von Rückstellungen und abgegrenzten Verbindlichkeiten.
- Die größten Posten der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** sind Kosten für Energie, Instandhaltung, Forschung und Entwicklung sowie rechtliche und sonstige Beratung.
- Der Konzern war in den **"Corona-Jahren" 2020 und 2021** hoch defizitär.
- Im **Geschäftsjahr 2022** konnte der Konzern sodann erstmals wieder einen leichten Gewinn erwirtschaften.



Die Ertragsbeiträge des Geschäftsbereichs "Antriebstechnik" stellen sich dabei wie folgt dar:

MS Industrie AG

Gewinn und Verlustrechnung
Geschäftsbereich "Antriebstechnik"

TEUR	2020 IST	2021 IST	2022 IST
Umsatzerlöse	114.824	114.686	149.762
Bestandsveränderung	-1.345	1.695	81
Betriebsleistung	113.479	116.381	149.843
andere aktivierte Eigenleistung	0	0	0
sonstige betriebliche Erträge	3.412	1.969	3.341
Gesamtleistung	116.891	118.350	153.184
Materialaufwand Bezogene Waren und RHB	-67.936	-69.944	-93.464
Materialaufwand Bezogene Leistungen	0	0	0
Rohhertrag	48.955	48.406	59.720
Personalaufwand	-27.653	-20.030	-24.617
sonstige betriebliche Aufwendungen	-18.853	-18.672	-21.273
EBITDA	2.449	9.704	13.830
Abschreibungen	-8.943	-8.588	-7.364
EBIT	-6.494	1.116	6.466
Finanzerträge	1.337	909	1.097
Finanzaufwendungen	-2.414	-1.367	-1.423
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0	0	0
Finanzergebnis	-1.077	-458	-326
EBT	-7.571	658	6.140
Steuern	1.857	0	0
Jahresüberschuss /-fehlbetrag	-5.714	658	6.140
Kennzahlen			
Umsatzerlöse Wachstum (Y/Y)	-30,7%	-0,1%	30,6%
Rohhertrag Marge [Rohhertrag/(Umsatz + Bestandsveränderungen + aktivierte Eigenleistungen)]	43,1%	41,6%	39,9%
Sonstige betriebliche Erträge Intensität [sbE / Umsatz]	3,0%	1,7%	2,2%
Personalaufwand Veränderung (Y/Y)	-22,9%	-27,6%	22,9%
Personalaufwand Intensität [Personalaufwand / Umsatz]	24,1%	17,5%	16,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen Intensität [sbA / Umsatz]	16,4%	16,3%	14,2%
EBITDA Marge [EBITDA/Umsatz]	2,1%	8,5%	9,2%
EBIT Marge [EBIT/Umsatz]	-5,7%	1,0%	4,3%
EBT Marge [EBT/Umsatz]	-6,6%	0,6%	4,1%
Steuer Quote [Ertragssteuern/EBT]	24,5%	0,0%	0,0%
Umsatzrendite [Jahresüberschuss-/fehlbetrag / Umsatz]	-5,0%	0,6%	4,1%



Die Ertragsbeiträge des Geschäftsbereichs "Ultraschall" stellen sich dabei wie folgt dar:

MS Industrie AG

Gewinn und Verlustrechnung
Geschäftsbereich "Ultraschall"

TEUR	2020 IST	2021 IST	2022 IST
Umsatzerlöse	49.197	50.314	57.414
Bestandsveränderung	1.184	-801	3.158
Betriebsleistung	50.381	49.513	60.572
andere aktivierte Eigenleistung	0	0	0
sonstige betriebliche Erträge	1.871	3.193	3.104
Gesamtleistung	52.252	52.706	63.676
Materialaufwand Bezogene Waren und RHB	-12.720	-12.899	-19.058
Materialaufwand Bezogene Leistungen	0	0	0
Rohhertrag	39.532	39.807	44.618
Personalaufwand	-27.630	-28.387	-30.720
sonstige betriebliche Aufwendungen	-10.260	-11.603	-12.846
EBITDA	1.642	-183	1.052
Abschreibungen	-3.787	-4.486	-4.888
EBIT	-2.145	-4.669	-3.836
Finanzerträge	351	402	365
Finanzaufwendungen	-985	-1.395	-1.920
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	245	257	313
Finanzergebnis	-389	-736	-1.242
EBT	-2.534	-5.405	-5.078
Steuern	549	0	0
Jahresüberschuss /-fehlbetrag	-1.985	-5.405	-5.078
Kennzahlen			
Umsatzerlöse Wachstum (Y/Y)	-19,5%	2,3%	14,1%
Rohhertrag Marge [Rohhertrag/(Umsatz + Bestandsveränderungen + aktivierte Eigenleistungen)]	78,5%	80,4%	73,7%
Sonstige betriebliche Erträge Intensität [sbE / Umsatz]	3,8%	6,3%	5,4%
Personalaufwand Veränderung (Y/Y)	-7,7%	2,7%	8,2%
Personalaufwand Intensität [Personalaufwand / Umsatz]	56,2%	56,4%	53,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen Intensität [sbA / Umsatz]	20,9%	23,1%	22,4%
EBITDA Marge [EBITDA/Umsatz]	3,3%	-0,4%	1,8%
EBIT Marge [EBIT/Umsatz]	-4,4%	-9,3%	-6,7%
EBT Marge [EBT/Umsatz]	-5,2%	-10,7%	-8,8%
Steuer Quote [Ertragssteuern/EBT]	21,7%	0,0%	0,0%
Umsatzrendite [Jahresüberschuss-/fehlbetrag / Umsatz]	-4,0%	-10,7%	-8,8%



Die **Vermögenslage** des Konzerns stellt sich im Betrachtungszeitraum wie folgt dar:

MS Industrie AG

Bilanz I Aktiva

Konzernabschluss I IFRS I TEUR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
	IST	IST	IST
Immaterielle Vermögenswerte	2.300	2.163	2.658
Sachanlagen	31.308	25.566	27.615
Als Finanzanlagen gehaltene Immobilien	7.690	20.847	21.857
Nutzungsrechte nach IFRS 16 (Leasing)	33.816	33.180	39.258
Beteiligungen	1.768	1.851	3.386
Assoziierte Unternehmen	3.924	905	1.305
Latente Steueransprüche	3.051	5.522	5.326
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	9.655	11.270	9.828
Sonstige langfristige Vermögenswerte	344	301	258
Langfristige Vermögenswerte	93.856	101.605	111.491
Vorräte	30.702	35.157	40.233
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23.013	23.454	30.701
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	0	153	0
Liquide Mittel	4.460	6.482	2.347
Ertragsteuerforderungen	1.164	195	178
Vertragsvermögenswerte	7.766	8.896	18.847
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	8.696	6.090	4.031
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	1.855	1.835	2.715
Kurzfristige Vermögenswerte	77.656	82.262	99.052
AKTIVA	171.512	183.867	210.543
Kennzahlen			
Langfristige Vermögenswerte I Intensität (Langfristige Vermögenswerte / Bilanzsumme)	54,7%	55,3%	53,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen I Reichweite (Forderungen aus LuL / Umsatz / 365)	51	52	54

Hervorzuheben sind hierbei die nachstehenden Sachverhalte:

- Wesentlicher Posten der **immateriellen Vermögenswerte** sind aktivierte Entwicklungskosten.
- Unter dem Posten **sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte** wird u.a. die mittelbare Forderung gegenüber dem US-amerikanischen Finanzamt aus dem vorstehend aufgeführten Verständigungsverfahren ausgewiesen (per 31.12.2022: TEUR 5.700)
- Die ausgewiesenen **Nutzungsrechte nach IFRS 16** entfallen in Höhe von rund 40% auf Grundstücke und Bauten und in Höhe von 60% auf Technische Anlagen und Geschäftsausstattung.



Das Eigenkapital und die Schulden des Konzerns stellen sich im Betrachtungszeitraum wie folgt dar:

MS Industrie AG

Bilanz I Passiva

Konzernabschluss IFRS TEUR	2020 IST	2021 IST	2022 IST
Gezeichnetes Kapital	30.000	30.000	30.000
Eigene Aktien	-163	-96	-64
Ausgegebenes Kapital	29.837	29.904	29.936
Kapitalrücklage	7.604	7.596	7.592
Gesetzliche Rücklage	439	439	439
Andere Gewinnrücklagen	3.901	3.958	3.985
Sonstige Rücklagen	-262	3.076	5.525
Übrige Konzernrücklagen	27.043	23.048	24.226
Eigenkapital	68.562	68.021	71.703
Anleihe	0	0	3.050
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	14.607	20.677	8.882
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	1.727	1.426	535
Latente Steuerverbindlichkeiten	0	273	0
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	24.934	23.349	27.203
Langfristige Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern	0	5.973	5.973
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.787	1.993	1.469
Langfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten	43.055	53.691	47.112
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	26.240	30.853	43.567
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.640	11.849	25.742
Kurzfristige Rückstellungen	1.665	951	990
Vertragsverbindlichkeiten	0	136	1.171
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	8.078	7.839	9.500
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.272	10.527	10.758
Kurzfristige Rückstellungen und Verbindlichkeiten	59.895	62.155	91.728
PASSIVA	171.512	183.867	210.543
Kennzahlen			
Eigenkapital Eigenkapitalquote [Eigenkapital / Bilanzsumme]	40,0%	37,0%	34,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen Zahlungsziel [Verb. LuL / (Materialaufw. + s.b.A.) / 365]	40	39	65
Finanzierung Netto-Finanzverbindlichkeiten [Anleihe + Bankverbindlichkeiten - Liquide Mittel]	36.387	45.048	53.152
Finanzierung Bilanzieller Verschuldungsgrad [(Verbindlichkeiten + Rückstellungen) / Eigenkapital]	150,2%	170,3%	193,6%

Hervorzuheben sind hierbei die nachstehenden Sachverhalte:

- Der MSI-Konzern weist zum 31.12.2022 **Netto-Finanzverbindlichkeiten** in Höhe von TEUR 53.152 aus.
- Der **bilanzielle Verschuldungsgrad** des Konzerns betrug am 31.12.2022 rund 194%.
- Der Konzern ist damit **in signifikanter Höhe verschuldet**.



Die **Liquidität** des MS Industrie-Konzerns hat sich in den Jahren 2020 bis 2022 wie folgt entwickelt:

MS Industrie AG

Cashflow-Rechnung

Konzernabschluss IFRS TEUR	2020 IST	2021 IST	2022 IST
Konzernjahresüberschuss /-fehlbetrag	-7.496	-3.995	1.178
Erfolgswirksam erfasster Ertragsteueraufwand	-3.047	-2.295	-198
Erfolgswirksam erfasste Finanzerträge	-1.062	-794	-921
Erfolgswirksam erfasste Finanzaufwendungen	2.546	2.910	2.980
Abschreibungen auf Sachanlagen, immaterielle Vermögenswerte und Nutzungsrechte IFRS 16	13.342	12.845	12.353
Wertminderungsaufwand	83	703	0
Abschreibungen auf Ausleihungen an Beteiligungen	325	0	-468
Verluste/Gewinne (-) aus Neubewertung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien	-775	75	-101
Verluste/Gewinne (-) aus at-equity konsolidierten Beteiligungen	-120	-257	-313
Verluste/Gewinne (-) aus dem Abgang von Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerten	42	354	-8
Verluste/Gewinne (-) aus dem Abgang von Beteiligungen und assoziierten Unternehmen	0	-118	-18
Verluste/Gewinne (-) aus dem Abgang von zu Veräußerungszwecken gehaltenen Beteiligungen	-3	0	-5
Verluste/Gewinne (-) aus Endkonsolidierung	-525	0	0
Abnahme/Zunahme (-) der Vorräte, der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind	12.970	-11.843	-24.089
Abnahme/Zunahme (-) der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Passiva, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen	3.776	-246	13.511
Erhaltene Zinsen	236	151	154
Bezahlte Zinsen	-1.789	-1.686	-2.143
Erhaltene Steuern	118	1.135	15
Bezahlte Steuern	-390	-158	-55
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	18.231	-3.219	1.872
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerten	275	379	669
Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte	-7.569	-10.192	-9.229
Auszahlungen für den Erwerb von Deckungs-/Planvermögen	0	0	4.294
Einzahlungen aus dem Abgang von vollkonsolidierten Tochterunternehmen abzüglich mit dem Verkauf abgegebene Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	6.897	6.164	182
Einzahlungen aus Abgängen von Beteiligungen und assoziierten Unternehmen	0	3.401	225
Einzahlungen aus Abgängen von zu Veräußerungszwecken gehaltenen Beteiligungen	3	0	158
Auszahlungen für Investitionen in Beteiligungen und assoziierte Unternehmen	0	-106	-205
Einzahlungen aus der Rückzahlung von Darlehen an Beteiligungen	92	1.753	19
Auszahlungen aus der Ausreichung von Darlehen an Beteiligungen	-325	-70	0
Einzahlungen aus erhaltenen Ausschüttungen	14	104	125
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-613	1.433	-3.762
Einzahlung aus "Covid-19"-Förderdarlehen	620	0	0
Einzahlungen aus der Ausgabe von Anleihen mit Fremdkapitalcharakter	0	0	2.773
Auszahlungen für die Tilgung von Anleihen mit Fremdkapitalcharakter	-1.300	0	0
Einzahlungen aus der Aufnahme von Darlehen und sonstigen Finanzkrediten	1.700	11.682	1.934
Auszahlungen aus der Tilgung von Darlehen und sonstigen Finanzkrediten	-9.909	-21.609	-5.918
Einzahlungen aus Finanzierungsleasing-Transaktionen	1.433	1.197	2.508
Auszahlungen aus Finanzierungsleasing-Transaktionen	-8.974	-8.072	-8.445
Auszahlungen für den Erwerb eigener Anteile	-61	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-16.491	-16.802	-7.148
Total Cashflow (Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelfonds)	1.127	-18.588	-9.038
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	-1.297	-170	-18.758
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	-170	-18.758	-27.796



3.5 SWOT-Analyse

Die Stärken und Schwächen der Gesellschaft sowie die Chance und Risiken der zukünftigen Geschäftsentwicklung stellen sich wie folgt dar:

Stärken

- Zwei industrielle Standbeine, somit grundsätzliche Streuung der Risiken auf zwei unterschiedliche Geschäftsmodelle
- Maschinen-, System- und Komponentenlieferant mit höchster Präzision und Zuverlässigkeit
- Erprobte Kernkompetenzen in der Automobilindustrie, sowohl bei Nutzfahrzeugen als auch bei PKWs
- Planbarkeit/Visibilität durch lange Auftragsreichweiten im Seriengeschäft
- Zunehmende Automatisierung im Maschinenpark
- Stabile Ankeraktionäre und langfristig orientiertes Management

Schwächen

- Starke Abhängigkeit von der Automobilindustrie, sowohl im Nutzfahrzeugsektor als auch im Maschinenbau für die weltweite PKW-Industrie
- Hohe Faktorkosten in Deutschland, speziell Baden-Württemberg, insbesondere für Personal und Energie
- Hohe Kapitalbindung im Umlaufvermögen, insbesondere aufgrund der Durchlaufzeiten im Maschinenbau
- Abhängigkeit von Vorlieferanten für Rohteile und industrielle Komponenten
- Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern und vom aktuell schlechten Branchenrating der Automobilzulieferindustrie
- Geringe Präsenz auf den asiatischen Wachstumsmärkten

Chancen

- Globales Bevölkerungswachstum und Zunahme des E-Commerce sorgen für stetig steigendes Transportaufkommen
- Verbrennungsmotoren können im Schwerlastbereich jenseits des Diesels auch mit alternativen Treibstoffen (Gas, Biogas, Wasserstoff) betrieben werden
- Erschließung neuer/alternativer Antriebsformen als Losgrößenspezialist mit flexibel automatisierter Fertigung
- Laufende Zunahme an Anwendungen der Füge- und Verbindungstechnik für thermoplastische, recyclebare Kunststoffe (Stichwort: neue Verpackungsverordnung aus dem Jahr 2021)
- Erschließung weiterer Anwendungsfelder und Einsatzbereiche für innovative Ultraschalltechnologien (siehe Beispiel "Nonwovens")
- Energie- und Materialeffizienz spielen im Sinne der optimalen Ressourcennutzung eine zunehmende Rolle

Risiken

- Hohe Verschuldung
- Wiederholte Lieferkettenprobleme z.B. aufgrund von weiteren geopolitischen Verwerfungen
- Preissteigerungen bei Rohmaterialien und Energie, welche nicht oder nur teilweise an Kunden weitergegeben werden können
- Hohe Fixkostenremanenz im Falle von kurzfristigen konjunkturellen Auftragsrückgängen
- Verschärfung des Mangels an qualifizierten Fachkräften
- Erhöhung des Finanzierungsbedarfs bei weiterem organischem Wachstum bei gleichzeitig steigenden Zinsen
- Verschärfter Wettbewerb aus Ländern mit niedrigeren Faktorkosten, speziell aus Asien



4 Planungsrechnung

4.1 Vorgehensweise und grundlegende Prämissen

Auf der Basis der im vorstehenden Abschnitt 2 dargestellten Bewertungsgrundsätze und -methoden und unter Zugrundelegung der uns vorgelegten Unterlagen, erteilten Auskünfte und eigenen Untersuchungen haben wir in der Funktion als **neutraler Gutachter** in einem ersten Schritt den Ertragswert der MS Industrie AG als sog. objektivierten Unternehmenswert gem. IDW S1 ermittelt.

Wesentliche Grundlage hierfür war die Planungsrechnung der Gesellschaft, die wir zunächst in unserer **proprietären, integrierten Planungssoftware** abgebildet haben, um so zunächst die technische Integrität der Planungsrechnung sicherzustellen.

(vgl.: IDW S 1, Tz. 81)

Die Planannahmen für die Geschäftsjahre 2023 bis 2026 haben wir auf Grundlage unserer Vergangenheitsanalyse sowie der uns von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Planungsdokumentation, der erteilten Auskünfte sowie unter Heranziehung externer Branchen- und Marktdaten kritisch gewürdigt und in eine an Erwartungswerte angepasste Planungsrechnung für die Ermittlung des Ertragswertes überführt ("**Detailplanungsphase**").

(vgl.: OLG Düsseldorf, 28.08.2014, I-26 W 9/12, Tz. 117 m.w.V. sowie: IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 53)

Auf Grundlage der Erkenntnisse aus der Detailplanungsphase haben wir sodann ein nachhaltiges Ergebnis (sog. "**Phase der ewigen Rente**" oder "**Terminal Value**") für den Zeitraum nach der Detailplanungsphase abgeleitet. Die ewige Rente spiegelt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand wider und basiert somit auf einer langfristigen Fortschreibung von Trendentwicklungen. Wir haben die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbstständig hergeleitet und dabei zyklischen Entwicklungen der Unternehmensergebnisse Rechnung getragen (z.B. Produktlebenszyklen und die Entwicklung des Markt- und Wettbewerbsumfeldes).

(vgl.: IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54)

Vor dem Hintergrund, dass im vorliegenden Fall der Gleichgewichtszustand am Ende des Detailplanungszeitraums erreicht ist, war die Abbildung einer **Konvergenzphase** obsolet, die finanzmathematisch in einem Übergangsjahr 2027 abgebildet worden wäre.

(vgl.: LG München I, 06.03.2015, 5 HK O 662/13, S. 34; IDW PH 2/2017, Tz. 55)

Die vorstehende Vorgehensweise entspricht der in der Bewertungspraxis üblichen **Phasenmethode**.

(vgl.: IDW S1, Tz. 75 ff.)

Bei der Bewertung sind wir von einer Fortsetzung der bisherigen Unternehmenstätigkeit ausgegangen (sog. "**Going Concern-Prämisse**").

Die Wertermittlung ist gem. IDW S1 nach dem Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung persönlicher Steuern erfolgt ("**Tax-CAPM**").

(vgl.: IDW S1; Tz.102 ff.)

Als **technischen Bewertungsstichtag** für die Ermittlung des Ertragswertes haben wir den 01.01.2023 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse haben wir jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend haben wir den so ermittelten Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag 14.05.2023 geometrisch aufgezinst.

(vgl.: OLG Frankfurt, 29.01.2016, 21 W 70/15, Tz. 83; LG München, 07.05.2014, 5 HK O 21386/12, S. 59)



4.2 Analyse und Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse

Bei der Schätzung der künftigen Erträge ist die Unsicherheit der Zukunftserwartungen zu berücksichtigen. Hierbei sind im Sinne von Erwartungswerten Risiken und Chancen in gleicher Weise zu berücksichtigen. Die tatsächlich erzielten Ergebnisse der Vergangenheit können hierfür eine erste Orientierung geben.

Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen insofern üblicherweise dem Zweck, in einem ersten Schritt die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können.

(vgl.: IDW S1, Tz. 72 ff.)

Hierbei ist sachgerecht, eine Bereinigung der Vergangenheitserfolgsrechnung für die folgenden wesentlichen Tatbestände vorzunehmen.

(vgl.: IDW S1, Tz. 103)

- Eliminierung der Aufwendungen und Erträge des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- Bereinigung zur Ermittlung eines periodengerechten Erfolgsausweises
- Bereinigung zum Ausgleich ausgeübter Bilanzierungswahlrechte
- Bereinigung um personenbezogene und andere spezifische Erfolgsfaktoren
- Erfassung von Folgeänderungen vorgenommener Bereinigungsvorgänge.

Bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen (sog. "KMU") ist zudem zu beachten, dass bei diesen Unternehmen oftmals keine eindeutige Trennung zwischen der Unternehmenssphäre und der Sphäre der Unternehmenseigner besteht und vor diesem Hintergrund die dem Bewertungsobjekt innewohnende übertragbare Ertragskraft in einem ersten Schritt eindeutig und vollständig zu identifizieren und zuzuordnen ist. Eine solche Trennung kann bei KMU aus mehreren Gründen erschwert sein. Im Unternehmen können Vermögensgegenstände sowohl betrieblich als auch privat genutzt werden, z.B. Firmenwagen, (bebaute) Grundstücke oder Finanzanlagen. Gleichermaßen können Schulden des Unternehmens wirtschaftlich betrachtet Eigenkapital darstellen (Gesellschafterdarlehen). Auch aus Dauerschuldverhältnissen (wie Miet-, Leasing- oder Arbeitsverträgen) können gemischte Nutzungen resultieren.

(vgl.: IDM PH 1/2014, Tz. 13)

Bei der Trennung der Unternehmenssphäre von der Sphäre der Unternehmenseigner können sich zudem Schwierigkeiten ergeben, die aus nicht marktgerechten Konditionen für die Überlassung von Vermögensgegenständen oder Nutzungen resultieren. Dies kann z.B. der Fall bei Betriebsaufspaltungen oder Sonderbetriebsvermögen sein. Sind nicht marktgerechte Konditionen für die Nutzung von Vermögensgegenständen vereinbart, so sind diese zumindest für die unkündbare Vertragslaufzeit bei der Prognose der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen. Anschließend sind gesonderte Überlegungen darüber anzustellen, ob in Zukunft weiterhin nicht marktgerechte Konditionen vereinbart werden. Andernfalls sind marktgerechte Nutzungsentgelte im Bewertungskalkül anzusetzen. Gleiches gilt bei der Bemessung nicht marktgerechter Tätigkeitsvergütungen.

(vgl.: IDM PH 1/2014, Tz. 14)

Im vorliegenden Fall ergab sich nach unseren Prüfungsfeststellungen **kein Bereinigungsbedarf** i. S. d. IDW S1, Tz. 103 und IDW PH 1/2014, Tz. 15 ff.

Zwischenergebnis:

Im vorliegenden Bewertungsfall waren keine Anpassungen im Sinne von IDW S1, Tz. 103 und IDW PH 1/2014, Tz. 15 ff. erforderlich.



4.3 Planungsprozess und Planungstreue

Planungsprozess

Die Beurteilung einer Unternehmensplanung schließt die Gewinnung eines Verständnisses vom Erstellungsprozess ein, resp. setzt ein solches Verständnis voraus. Dabei ist zu berücksichtigen, dass ein bestimmter Erstellungsprozess bzw. die Einhaltung von vorgegebenen Prozessschritten allein nicht gewährleistet, dass die Unternehmensplanung als zweckadäquat und plausibel zu beurteilen ist. Vielmehr dient die Aufnahme des Erstellungsprozesses der Gewinnung eines Verständnisses, welche Zwecke mit der Planungerstellung verfolgt werden, welche Informationen oder welche Einschätzungen in der Unternehmensplanung Berücksichtigung gefunden haben und wie der Planungsprozess bei dem Bewertungsobjekt erfolgt.

(vgl.: IDW PH 2/2017, Tz. 11)

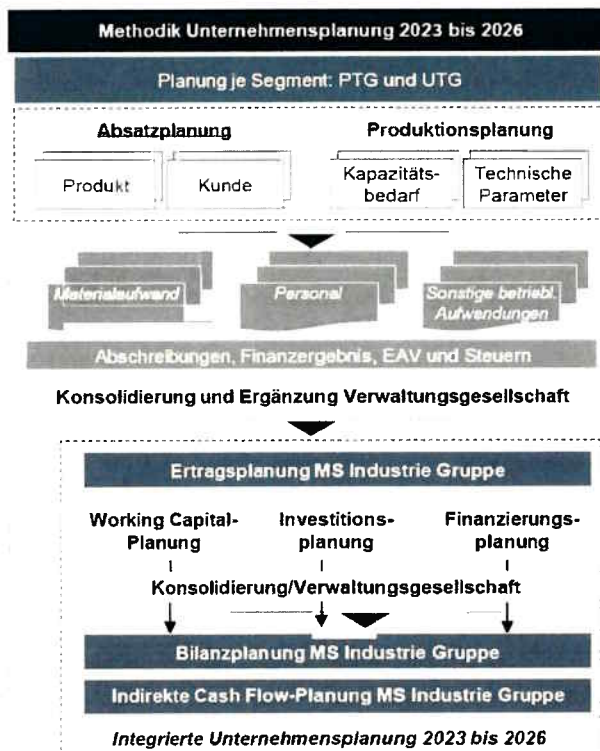
Die Prognose der an die (gegenwärtigen oder potenziellen) Eigentümer ausschüttbaren künftigen finanziellen Überschüsse verlangt dabei eine dokumentierte und integrierte Planungsrechnung bestehend aus aufeinander abgestimmten Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Finanzplanungen. Hierzu ist eine Analyse der erwarteten leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des Unternehmens unter Berücksichtigung der erwarteten Markt- und Umweltentwicklungen erforderlich.

(vgl.: IDW S1 Tz. 27 und Tz. 75)

Im vorliegenden Fall ist die bewertungsgegenständliche Planungsrechnung Bestandteil des regelmäßigen internen Planungs- und Berichterstattungsprozesses der börsennotierten MS Industrie AG.

Hierbei wird mit Ablauf des zweiten Quartals eines jeden Jahres im Rahmen einer einmal jährlich stattfindenden strategischen Planung eine langfristige Finanzplanungsrechnung erstellt, die den monatlich aktualisierten Forecast für das laufende Geschäftsjahr sowie die Planung für die nachfolgenden Planjahre umfasst.

Aus dieser Basis werden sodann die Geschäftsbereiche "Antriebstechnik (PTG)" und "Ultraschall (UTG)" dezidiert geplant und sodann um der Planung der Verwaltungsgesellschaft und der Holding, die beide reinen Cost-Center-Charakter haben, ergänzt. Abschließend erfolgt durch entsprechende Anpassungsbuchungen die Überleitung in eine konsolidierte Konzernplanung:





Planung der Ertragslage der Geschäftsbereiche "Antriebstechnik" und "Ultraschall" (inkl. Beteiligungen) erfolgt durch die Bereichsverantwortlichen. Die Bilanzplanung erfolgt zentral je Bereich.

Die Überleitung der operativen Geschäftsbereiche "Antriebstechnik" und "Ultraschall" auf den MS Industrie-Konzern erfolgt dabei unter den nachstehenden Vereinfachungen:

- keine Berücksichtigung von IC-Finanzierungen und EAVs;
- Steuerplanung erfolgte mit einheitlichem Konzernsteuersatz (hier: 28%)
- Berücksichtigung von vereinfachenden pro-forma Konsolidierungen
- Ergänzung von Erlösen, Aufwendungen Vermögenswerten der Verwaltungsgesellschaft.

Nicht in der Planungsrechnung sind die nachstehenden Gesellschaften, die keinen direkten Bezug zu dem Kerngeschäft der MSI aufweisen:

- Deutsche Elektromotoren Holding GmbH
- GCI Management Consulting GmbH
- GCI Management GmbH
- Grondola Vermietungsgesellschaft mbH & Co. Objekt Trossingen KG
- MR3W Solarpark Leipzig GmbH & Co. KG
- MS Real Estate GmbH & Co. KG

Im Rahmen der vorliegenden Bewertung haben wir die Unternehmenswerte dieser Gesellschaften gesondert als sog. nicht betriebsnotwendiges Vermögen (werterhöhend) berücksichtigt.

Systemseitig setzt der MS Industrie-Konzern SAP/R4® als ERP-Software ein. Die von dem entsprechenden Finanzmodul generierten Daten werden sodann mittels eines Tabellenkalkulationsprogramms (Microsoft® Excel®) in eine Planungsrechnung als stand alone-Lösung überführt.

Zwischenergebnis

Die MS Industrie AG verfügt über einen formalisierten Planungsprozess aus dem eine integrierte Bilanzplanung im Sinne von IDW S1 Tz. 27 und Tz. 75 generiert wird.



Planungstreue

Neben der Aufbereitung bereinigter Vergangenheitszahlen zur Spiegelung mit erwarteten Entwicklungen in der Unternehmensplanung eignen sich diese Zahlen auch zur Beurteilung der Planungstreue. So kann aus der Gegenüberstellung von bereinigten Ist-Zahlen und Planzahlen für vergangene Zeiträume ermittelt werden, wie sich in der Vergangenheit die Planung im Vergleich zu tatsächlich eingetretenen Entwicklungen verhalten hat. Sind wesentliche Abweichungen erkennbar, können durch eine Ursachenanalyse Erkenntnisse darüber gewonnen werden, inwiefern die Planungssystematik und die konkrete Planungsrechnung für die Verwendung zum jeweiligen Anlass geeignet sind. Entsprechend der Vorgehensweise im Planungsprozess ist ein rollierendes Vorgehen geeignet.

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. K, Tz. 45 f.)

Der **SOLL-/IST-Vergleich** der bezüglich der Planung des Geschäftsjahres 2022 für den MSI-Konzern stellt sich wie folgt dar:

MS Industrie AG

Planungstreue KONZERN Geschäftsjahr 2022

TEUR	Management 11/2021				externer Berater 1/2022			
	PLAN	IST	Δ (abs.)	Δ (rel.)	PLAN	IST	Δ (abs.)	Δ (rel.)
Umsatzerlöse	205,9	206,2	0,3	0,1%	202,9	206,2	3,3	1,6%
Rohrertrag	109,2	104,0	-5,2	-5,0%	107,1	104,0	-3,1	-3,0%
EBITDA	14,1	15,1	1,0	6,5%	12,3	15,1	2,8	18,4%
Konzernüberschuss/-fehlbetrag	2,5	1,2	-1,3	-112,2%	1,1	1,2	0,1	6,6%

Insgesamt ist damit zu konstatieren, dass **kaum Planungsabweichungen** vorliegen und somit die Planungstreue als **außerordentlich gut** zu beurteilen ist.

Diese Planungstreue ist u.a. dem Umstand geschuldet, dass die Gesellschaft regelmäßig über langfristige Liefer- und Belieferungsverträge verfügt und vor diesem Hintergrund in der Lage ist, die zukünftige Ertragslage sehr akkurat zu planen.

Zwischenergebnis:

Die Planungstreue der MS Industrie AG war in Bezug auf das Geschäftsjahr 2022 als sehr gut zu bezeichnen.



4.4 Detailplanungsphase 2023 - 2026

4.4.1 Vorbemerkung

Die Prognose der an die (gegenwärtigen oder potenziellen) Eigentümer ausschüttbaren künftigen finanziellen Überschüsse verlangt eine dokumentierte und **integrierte Planungsrechnung** bestehend aus aufeinander abgestimmten Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Finanzplanungen.

(vgl.: IDW PH 1/2014, Tz. 19)

Bezüglich der **Planungsgenauigkeit** ist zu konstatieren, dass die Zukunftsentwicklung eines Unternehmens grundsätzlich nur eingeschränkt plan- und vorhersehbar ist. Auf der Grundlage der Vergangenheitsanalyse, der Markt- und Wettbewerbsanalyse und der Unternehmensplanung des Managements lassen sich aber zumindest für einen gewissen Zeitraum voraussichtliche Entwicklungen der finanziellen Überschüsse besser beurteilen und sicherer prognostizieren als für einen langen Zeitraum. Sowohl aus unternehmensinternen Gründen (z.B. Produktlebenszyklen) als auch aus unternehmensexternen Gründen (z.B. Änderung der Wettbewerbssituation) ergibt sich zwangsläufig ein Horizont für die Zukunftsbetrachtung, jenseits dessen die Quantifizierung der finanziellen Überschüsse nur noch auf pauschalisierte Annahmen gestützt werden kann.

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 247)

Vor diesem Hintergrund erfolgt die Planung und Prognose der finanziellen Überschüsse üblicherweise in **unterschiedlichen Zukunftsphasen**. Diese Phasen können in Abhängigkeit von Größe, Struktur und Branche des zu bewertenden Unternehmens unterschiedlich lange Zeiträume umfassen.

(vgl.: IDW S1, Tz. 76)

In der Bewertungspraxis wird die Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse daher regelmäßig in zwei Phasen vorgenommen. Für die nähere erste Phase (**Detailplanungsphase**), die häufig einen überschaubaren Zeitraum von drei bis fünf Jahren umfasst, werden die zahlreichen Einflussgrößen meist einzeln zur Prognose der finanziellen Überschüsse veranschlagt.

(vgl.: IDW PH 2/2017, Tz. 52)

In der Detailplanungsphase spiegeln die Planungswerte die **Erwartungen des Managements zur Entwicklung des Unternehmens** wider.

(vgl.: IDW PH 2/2017, Tz. 53)

Die geplanten finanziellen Überschüsse stellen dabei **Erwartungswerte** dar, da die Diskontierung der finanziellen Überschüsse nach der Risikozuschlagsmethode erfolgt, der zufolge eine Risikoadjustierung für die Übernahme unternehmerischer Risiken im Nenner des Bewertungskalküls abgebildet wird.

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. K, Tz. 87)

Diese Erwartungen des Managements sind jedoch nicht unabhängig von dem mit der Planung verfolgten Zweck. So können diese Erwartungen den Charakter von optimistischen Zielvorgaben oder Mindestrenditen haben. Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist daher zu untersuchen, ob die geplanten finanziellen Überschüsse des Managements Erwartungswerte darstellen und im Einzelfall zu würdigen, ob **Anpassungen** der Detailplanung des Managements für Zwecke der Unternehmensbewertung erforderlich sind.

(vgl.: IDW PH 2/2017, Tz. 53)



4.4.2 Originäre Planungsrechnung der Gesellschaft

Die originäre Plan-Gewinn- und Verlustrechnung des MSI-Konzerns für die Geschäftsjahre 2023 – 2026 stellt sich wie folgt dar:

MS Industrie AG

Gewinn und Verlustrechnung
Konzern

TEUR	2023	2024	2025	2026
	Plan	Plan	Plan	Plan
Umsatzerlöse	235.045	246.291	250.971	255.519
Bestandsveränderung	944	0	0	0
Betriebsleistung	235.989	246.291	250.971	255.519
andere aktivierte Eigenleistung	1.400	200	100	50
sonstige betriebliche Erträge	890	0	0	0
Gesamtleistung	238.278	246.491	251.071	255.569
Materialaufwand Bezogene Waren und RHB	-112.289	-115.995	-118.235	-120.153
Materialaufwand Bezogene Leistungen	-3.357	-3.892	-3.744	-3.772
Rohertrag	122.633	126.605	129.091	131.644
Personalaufwand	-58.323	-58.808	-60.165	-61.146
sonstige betriebliche Aufwendungen	-41.333	-40.828	-40.752	-41.377
EBITDA	22.977	26.969	28.175	29.122
Abschreibungen	-14.635	-15.585	-15.721	-14.905
EBIT	8.342	11.383	12.454	14.217
Finanzerträge	217	49	36	22
Finanzaufwendungen	-4.934	-5.167	-4.866	-4.324
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0	0	0	0
Finanzergebnis	-4.716	-5.119	-4.830	-4.302
EBT	3.626	6.264	7.624	9.914
Steuern	0	0	0	-1.972
Jahresüberschuss /-fehlbetrag	3.626	6.264	7.624	7.942
Kennzahlen				
Umsatzerlöse Wachstum (Y/Y)	14,0%	4,8%	1,9%	1,8%
Rohertrag Marge [Rohertrag/(Umsatz + Bestandsveränderungen + aktivierte Eigenleistungen)]	51,7%	51,4%	51,4%	51,5%
Sonstige betriebliche Erträge Intensität [sbE / Umsatz]	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Personalaufwand Veränderung (Y/Y)	1,0%	0,8%	2,3%	1,6%
Personalaufwand Intensität [Personalaufwand / Umsatz]	24,8%	23,9%	24,0%	23,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen Intensität [sbA / Umsatz]	17,6%	16,6%	16,2%	16,2%
EBITDA Marge [EBITDA/Umsatz]	9,8%	10,9%	11,2%	11,4%
EBIT Marge [EBIT/Umsatz]	3,5%	4,6%	5,0%	5,6%
EBT Marge [EBT/Umsatz]	1,5%	2,5%	3,0%	3,9%
Steuer Quote [Ertragssteuern/EBT]	0,0%	0,0%	0,0%	19,9%
Umsatzrendite [Jahresüberschuss/-fehlbetrag / Umsatz]	1,5%	2,5%	3,0%	3,1%



Die Plan-Bilanz des MSI-Konzerns für die Geschäftsjahre 2023 - 2026 stellt sich dabei wie folgt dar:

MS Industrie AG

Bilanz I Aktiva Konzern

TEUR	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan
Immaterielle Vermögensgegenstände	4.111	4.042	3.148	2.229
Sachanlagen	93.871	87.493	81.902	73.376
Finanzanlagen	5.463	4.963	4.463	3.836
Anlagevermögen	103.444	96.498	89.512	79.441
Vorräte	51.530	51.665	53.141	53.380
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	33.594	32.842	33.141	33.920
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	12.282	12.282	12.282	12.282
Liquide Mittel	5.000	5.000	5.000	5.000
Umlaufvermögen	102.406	101.789	103.564	104.582
Sonstige Aktiva	8.074	8.074	8.074	8.074
AKTIVA	213.924	206.361	201.150	192.096

Kennzahlen

Anlagevermögen I Anlagenintensität	[Anlagevermögen / Bilanzsumme]	48,4%	46,8%	44,5%	41,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen I Reichweite	[Forderungen aus LuL / Umsatz x 365]	52	49	48	48
Bilanzsumme I Veränderung	[Y/Y]	1,6%	-3,5%	-2,5%	-4,5%

MS Industrie AG

Bilanz I Passiva Konzern

TEUR	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan
Gezeichnetes Kapital	30.000	30.000	30.000	30.000
Eigene Aktien	0	0	0	0
Ausgegebenes Kapital	30.000	30.000	30.000	30.000
Kapitalrücklage	21.982	22.081	22.180	22.279
Gesetzliche Rücklage	0	0	0	0
Andere Gewinnrücklagen	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	0	0	0	0
Gewinn-/Verlustvortrag (nach Ausschüttung)	21.191	23.634	27.916	33.178
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	3.127	4.966	5.946	7.775
Ausschüttung (negatives Vorzeichen)	0	0	0	0
Eigenkapital	76.301	80.682	86.042	93.231
Rückstellungen Steuern	27	27	27	27
Rückstellungen Sonstige	6.541	6.541	6.541	6.541
Rückstellungen	6.568	6.568	6.568	6.568
Verbindlichkeiten aus Begebung von Anleihen	6.500	6.500	6.500	6.500
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	44.887	42.693	38.057	29.975
erhaltene Anzahlungen	4.126	4.126	4.126	4.126
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	20.984	15.600	15.889	16.051
Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen mit Beteiligungsverhältnis	58	58	58	58
Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	0	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten	54.250	49.884	43.660	35.337
Verbindlichkeiten	130.804	118.860	108.289	92.045
Rechnungsabgrenzungsposten	251	251	251	251
PASSIVA	213.924	206.361	201.150	192.096

Kennzahlen

Eigenkapital I Eigenkapitalquote	[Eigenkapital / Bilanzsumme]	35,7%	39,1%	42,8%	48,5%
Sonstige Rückstellungen I Intensität	[Sonstige Rückstellungen / Umsatz]	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leist. I Zahlungsziel	[Verb. LuL / (Materialaufw. + s.b.A.) x 365]	49	35	36	35
Finanzierung I Netto-Finanzverbindlichkeiten	[Anleihe + Bankverbindlichkeiten - Liquide Mittel]	46.387	44.193	39.557	31.475
Finanzierung I Bilanzieller Verschuldungsgrad	[(Verbindlichkeiten + Rückstellungen)/Eigenkapital]	180%	155%	133%	106%



4.4.3 Beurteilung der originären Planungsrechnung der Gesellschaft

Allgemeine Prüfungsmaßstäbe

a) Anlassbezogene Eignung

Die originäre Planungsrechnung der Gesellschaft ist nach unseren Feststellungen hinsichtlich Planungsobjekt, Planungshorizont, Detaillierungsgrad und Ambitionen für den konkreten Anlass grundsätzlich geeignet.

b) Aktualität der Planungsrechnung

Die originäre Planungsrechnung der Gesellschaft ist in Bezug auf den Anlass aktuell und beinhaltet nach unseren Feststellungen alle relevanten und wesentlichen Ereignisse, Entscheidungen und Faktoren, die dem Planungsverantwortlichen zum Zeitpunkt der Planerstellung bekannt waren oder hätten bekannt sein müssen.

c) Selbstverpflichtung des Managements ("Commitment")

Nach unseren Feststellungen hat sich der gesetzliche Vertreter bzw. das Management des Bewertungsobjektes die Planung zu eigen gemacht, diese für den entsprechenden Anlass für maßgeblich erklärt und trägt die Gesamtverantwortung für die Planung.

d) Ausgangslage der Gesellschaft

Die der Planung zugrunde gelegten Ausgangsdaten beschreiben die Ausgangslage der Gesellschaft zutreffend.

e) Plausibilität der Annahmen

Die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen sind nach unseren Feststellungen plausibel, d.h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen.

f) Vollständige und adäquate Erfassung des Planungsobjektes und seiner zukünftigen Entwicklung

Diesbezüglich verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen.

Zwischenergebnis:

Die Planungsrechnung der MS Industrie AG für die Geschäftsjahre erfüllt die allgemeinen Prüfungsmaßstäbe.



Plausibilitätsmaßstäbe des vorliegenden Bewertungsfalles

a) Rechnerische und formelle Plausibilität / Rechnerische Konsistenz

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir keine Rechenfehler festgestellt, die von uns im Rahmen der Ableitung der Planungsrechnung für den Bewertungszweck entsprechend zu korrigieren gewesen wären.

b) Rechnerische und formelle Plausibilität / Annahmen-Konsistenz

Die der Planungsrechnung des Managements zugrunde liegenden Annahmen sind nach unseren Erkenntnissen konsistent und bedürfen vor diesen Hintergrund keiner Korrektur.

c) Materielle, interne Plausibilität / Erläuterungen des Managements

Die originäre Planungsrechnung der Gesellschaft ist nachvollziehbar und konsistent mit den Erläuterungen des Managements.

Auf den geringen Komplexitätsgrad des Geschäftsmodells und damit auch der Planung wird insofern auch verwiesen.

d) Materielle, interne Plausibilität / Unternehmensanalyse

Die originäre Planungsrechnung der Gesellschaft ist nachvollziehbar und konsistent mit den Ist-Entwicklungen in der Vergangenheit (s. oben unter "Ausgangslage der Gesellschaft") und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag (s. unten).

e) Materielle, externe Plausibilität / Marktanalyse

Die originäre Planungsrechnung der Gesellschaft ist nachvollziehbar und konsistent mit den mit volkswirtschaftlichen Prognosen, Absatzmarktanalysen etc.

f) Materielle, externe Plausibilität / Analyse der Wettbewerber

Die originäre Planungsrechnung der Gesellschaft ist nachvollziehbar und konsistent mit den mit Ist-Zahlen und Analystenschätzungen.



Plausibilisierung der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung

a) Gesamtbetrachtung

Die Planung der Gesellschaft ist **einwertig** erfolgt und bildet das **Erwartungswertszenario des Managements** des Bewertungsobjekts im Bewertungsstichtag ab.

Insgesamt bildet die Planung der Gesellschaft die **bestehenden, langfristigen Liefer- resp. Bezugsverträge** zutreffend ab und ist vor diesem Hintergrund grundsätzlich als nachvollziehbar und plausibel zu beurteilen.

b) Umsatzerlöse

GB Antriebstechnik: Die Umsatzplanung erfolgte entsprechend der bereits eingegangenen Aufträge ("Booked Business") unter Berücksichtigung der vereinbarten Mindestmengen.

GB Ultraschall: Die Umsatzplanung erfolgte entsprechend der bereits eingegangenen Aufträge ("Booked Business") und der Managementeinschätzung je Anwendung.

Insgesamt: Die geplanten Umsatzerlöse sind weitgehend durch den Auftragsbestand gedeckt. Darüber hinaus besteht ein Auffangspotential bei Abruf von Mehrmengen.

c) Materialaufwand

GB Antriebstechnik: Die Ableitung des geplanten Materialaufwands erfolgte über aktuelle Stücklisten. Die Absicherung gegen Materialpreissteigerungen erfolgt über vertragliche Preisgleitklauseln

GB Ultraschall: Die Ableitung des geplanten Materialaufwands erfolgte auf Grundlage historischer Aufwandsquoten unter Berücksichtigung von Anlaufkosten. Die Absicherung gegen Materialpreissteigerungen erfolgt implizit durch Berücksichtigung aktueller Bezugspreise in der Kalkulation neuer Angebote.

Insgesamt: Der geplante Materialaufwand ist grundsätzlich als plausibel zu beurteilen.

d) Personalaufwand

GB Antriebstechnik: Die Planung des Personalaufwands erfolgte auf Basis der Absatz-/Produktionsplanung des Geschäftsbereichs. Stellenabbau sowie Lohnsteigerungen und Sonderzahlungen wurden berücksichtigt.

GB Ultraschall: Die Planung des Personalaufwands erfolgte auf Basis der Absatz-/Produktionsplanung des Geschäftsbereichs. Lohnsteigerungen und Sonderzahlungen wurden berücksichtigt.

Holding/Verwaltung: Die Planung des Personalaufwands erfolgte auf Basis der bestehenden Arbeitsverträge. Lohnsteigerungen und Sonderzahlungen wurden berücksichtigt

Insgesamt: Der geplante Personalaufwand ist grundsätzlich als nachvollziehbar und realistisch zu beurteilen.

e) sonstige betriebliche Aufwendungen

GB Antriebstechnik: Die Planung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen erfolgte für wesentliche Aufwendungen auf Einzelpositionsebene unter Berücksichtigung fixer und variabler Positionen.

GB Ultraschall: Die Planung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen erfolgte für wesentliche Aufwendungen auf Einzelpositionsebene unter Berücksichtigung fixer und variabler Positionen.

Holding/Verwaltung: Die Planung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen erfolgte für wesentliche Aufwendungen auf Einzelpositionsebene unter Berücksichtigung fixer und variabler Positionen.

Insgesamt: Die geplanten sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind grundsätzlich als nachvollziehbar und realistisch zu beurteilen.



Plausibilisierung der Plan-Bilanz

a) Gesamtbetrachtung

Die Planung der Gesellschaft ist **einwertig** erfolgt und bildet das **Erwartungswertszenario des Managements** des Bewertungsobjekts im Bewertungsstichtag ab.

Insgesamt bildet die Planung der Gesellschaft die **bestehenden, langfristigen Liefer- resp. Bezugsverträge** zutreffend ab und ist vor diesem Hintergrund grundsätzlich als nachvollziehbar und plausibel zu beurteilen.

b) Anlagevermögen

Die Planung des Sachanlagevermögens erfolgte auf Basis von Investitions- und Abschreibungsübersichten mit pauschalisierten, aber u.E. realistischen Annahmen vor allem hinsichtlich der Investitionszeitpunkte.

Die Planung der Immateriellen Vermögensgegenstände und der Finanzanlagen erfolgte überwiegend durch entsprechende Fortschreibung.

c) Working Capital

Die Planung der Vorräte erfolgte auf Basis von Erfahrungswerten und unter Berücksichtigung der Kundenstruktur.

Die Planung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen erfolgte anhand der absehbaren Reichweiten.

Die Planung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen erfolgte anhand der absehbaren Reichweiten.

d) Liquide Mittel

Die geplanten liquiden Mittel im Betrachtungszeitraum entsprechen den vertraglichen Vorgaben der Kreditgeber im Sinne eines vorzuhaltenden Mindestbestandes.

e) Ausschüttungen

Aufgrund von vertraglichen Vereinbarungen mit den Kreditgebern sind im Planungszeitraum Ausschüttungen an die Aktionäre ausgeschlossen.

f) Finanzierung

Die Darlehensplanung bildet die bestehenden Vertragsverhältnisse zutreffend ab.

Im GB "Antriebstechnik" wurde im Planungszeitraum die Prologation einzelner Darlehen unterstellt.

Im GB "Ultraschall" wurde die vollständige Maschinenfinanzierung über Mietkauf unterstellt.



4.4.4 Gutachterliche Anpassungen der Planung für Bewertungszwecke

Wir erachten die Planungsrechnung der MS Industrie AG für die Geschäftsjahre 2023-2026 insgesamt für sachgerecht und realistisch.

Unter weiterer Würdigung der vorstehend in Abschnitt 4.3 dargestellten, sehr hohen Planungstreue in der Vergangenheit haben wir insofern **keine gutachterlichen Anpassungen** der Planungsrechnung der Gesellschaft vorgenommen, sondern diese der vorliegenden Unternehmensbewertung zugrunde gelegt.



4.5 Ewige Rente | Terminal Value

Für den Zeitraum nach der Detailplanungsphase, die auf der Unternehmensplanung des Managements basiert, ist das nachhaltig erzielbare Ergebnis ("ewige Rente") des Bewertungsobjektes von dem **Bewerter** gutachterlich zu determinieren.

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 440)

Der aus der ewigen Rente ermittelte Barwert ("**Terminal Value**") bildet somit nicht die finanziellen Überschüsse einzelner Jahre, sondern des nachhaltigen Zeitraums nach der Detailplanungsphase insgesamt ab.

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 433)

Bewertungstechnisch handelt es sich bei der ewigen Rente um eine **Annuität**, die sämtliche jenseits des Detailplanungszeitraums zu erwartenden finanzielle Überschüsse des Bewertungsobjektes in einem Gleichgewichts- oder Beharrungszustand abbildet.

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 433)

Ein **Gleichgewichts- oder Beharrungszustand** liegt vor, wenn:

- a) das Bewertungsobjekt die die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur berücksichtigenden Kapitalkosten nachhaltig verdient
(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 433)
und
- b) zumindest der Erwartungswert aller Bilanz-Positionen ab $t-1$ und aller GuV-Positionen mit derselben Wachstumsrate g wächst.
(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 425)

Dies bedeutet, dass sich das Bewertungsobjekt in seiner **Reifephase** befinden muss, sodass insbesondere keine Erweiterungsinvestitionen erforderlich sind und sich die jährlichen finanziellen Überschüsse nicht mehr verändern respektive mit einer konstanten Rate wachsen oder dass sich die jährlichen finanziellen Überschüsse zwar noch verändern, jedoch eine als konstant angesetzte bzw. mit konstanter Rate wachsende Durchschnittsgröße, die sich ändernden finanziellen Überschüsse angemessen repräsentieren.

(vgl.: IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. A Tz. 433 ff.)

Die Ermittlung der ewigen Rente erfolgt dabei primär auf **langfristigen Fortschreibungen von Trendentwicklungen**.

(vgl.: IDW S1, Tz. 78)

Die ewige Rente ist dabei unter Berücksichtigung **gesonderter Analysen selbstständig herzuleiten**. Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden.

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. K. Tz. 88)

Die **Planansätze** der Detailplanungsphase sind vielmehr im Hinblick auf ihre Eignung als Bezugsgröße für die finanziellen Überschüsse der ewigen Rente zu überprüfen, wobei insbesondere folgende ausgewählte Sachverhalte zu beachten und ggf. entsprechende Anpassungen vorzunehmen sind:

- Berücksichtigung wesentlicher und nachhaltiger Veränderungen auf dem Absatz- und Beschaffungsmarkt,
- Analyse des Produkt- und Marktpotenzials auf Ausgewogenheit im Produktlebenszyklus,
- Analyse der Markt- und Wettbewerbspositionierung der Produkte und Leistungen im Hinblick auf noch nicht berücksichtigte zukünftige Marktchancen sowie Einbeziehung noch nicht berücksichtigter Kosten für die zukünftige Marktbearbeitung,
- Normalisierung wesentlicher Kostenkomponenten, wie z.B. Forschung und Entwicklung und Altersversorgung,
- Berücksichtigung nachhaltig wirkender Kostensenkungs- und Restrukturierungsmaßnahmen.
(vgl.: IDW S1, Tz. 79)

Bei der Ermittlung der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Als wesentliche Kennzahlen sind hier die Umsatzrendite, EBITDA, EBIT und die Eigenkapitalrendite heranzuziehen. Anhaltspunkte für nachhaltig erzielbare Renditen können sich ferner aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie **Branchenkennzahlen** ergeben.

(vgl.: IDW PH 2/2017, Tz. 57)



Wenn das zu bewertende Unternehmen in einer **zyklischen Einflüssen unterliegenden Branche** tätig ist, sollte das für die ewige Rente zugrunde gelegte Ergebnis dem eines durchschnittlichen Jahres entsprechen. Andernfalls würden bspw. Boom- und Rezessionsphasen eines Zyklus als Dauerzustand in die Zukunft fortgeschrieben. Die Länge des der Durchschnittsbildung zugrunde gelegten Zeitraums ist vom Einzelfall abhängig.
(vgl.: IDW PH 2/2017, Tz. 58)

Hinter der Durchschnittsbildung steht die in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte Auffassung, nach der das **nachhaltige Ergebnis ein in der Unendlichkeit im Durchschnitt zu erwartendes Ergebnis abbilden sollte**.
(vgl. ausführlich: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.52 f.).

Wir sind hierbei davon ausgegangen, dass der Konzern das Umsatzvolumen des letzten Planjahrs trotz des schlechten Marktumfeldes durch entsprechende Substitutionen im Geschäftsbereich "Antriebstechnik" sowie durch Umsatzausweitungen und Erschließung neuer Geschäftsfelder im Geschäftsbereich "Ultraschall" halten kann und dabei eine branchenübliche EBITDA-Marge von 11,2% erwirtschaften kann.

Ausschüttungen an Aktionäre

Bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen (z.B.: Bilanzgewinn, ausschüttbares Jahresergebnis) zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.
(vgl.: IDW S1, Tz. 35)

Im Rahmen der **Detailplanungsphase** ist grundsätzlich eine Aufteilung der finanziellen Überschüsse auf Ausschüttungen und Thesaurierungen auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen.
(vgl.: IDW S1 Tz. 36)

Bei verschuldeten und/oder wachstumsstarken Unternehmen stellt die **Verwendung von Thesaurierungsbeträgen** in der Detailplanungsphase für Investitionen, zur Finanzierung des sich korrespondierend zu den Umsatzerlösen entwickelnden Netto-Umlaufvermögens ("Working Capital") und/oder Rückführung von Fremdkapital eine sachgerechte Prämisse für die Mittelverwendung dar. Hierdurch gehen die nicht ausgeschütteten Finanzmittel in die Berechnung des Finanzbedarfs und damit implizit in die Berechnung des Zinsergebnisses ein.

Sofern keine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung getroffen werden kann, werden die Thesaurierungsbeträge als **nicht betriebsnotwendige Liquidität** den Nettoausschüttungen an die Anteilseigner fiktiv als Sonderwert zugerechnet (s. dort).

Im vorliegenden Fall ist in der Detailplanungsphase aufgrund der Regelungen in den bestehenden Darlehensverträgen keine Ausschüttung an die Aktionäre der MSI möglich.

Im Rahmen der **Phase der ewigen Rente** wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.
(vgl.: IDW S1 Tz. 37)

In vorliegenden Fall haben wir eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt, die in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens liegt und der aktuellen oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung entspricht.

(vgl.: Großfeld/Egger/Tönnies: Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, Tz. 520 f.; IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2020, Kap. A. Tz. 280; OLG Zweibrücken, 23.11.2020, 9 W 1/18, S. 25; OLG Frankfurt, 08.09.2020, 21 W 121/15, Tz. 99 [50 %]; OLG München, 02.09.2019, 31 Wx 358/16, Tz. 99 [50 %]).



Für die im Zeitraum der ewigen Rente nicht ausgeschütteten Beträge haben wir (mit Ausnahme der notwendigen Thesaurierung für das Wachstum des wirtschaftlichen Eigenkapitals) die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung getroffen.

(vgl.: IDW S1 Tz. 37)

Diese Annahme führt dazu, dass sich der thesaurierte Betrag mit dem Kapitalisierungssatz vor Unternehmenssteuern verzinst und sich damit die ausschüttungsfähigen Überschüsse jährlich um die Zinsen auf die kumulierten Thesaurierungen erhöhen ("**Wertbeitrag aus Thesaurierung**").

Dies vorausgeschickt stellt sich die gutachterliche Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses ("ewige Rente") des MSI-Konzerns wie folgt dar:

MS Industrie AG

Gewinn und Verlustrechnung Konzern

TEUR	ewige Rente Plan
Umsatzerlöse	255.000
Bestandsveränderung	0
Betriebsleistung	255.000
andere aktivierte Eigenleistung	0
sonstige betriebliche Erträge	0
Gesamtleistung	255.000
Materialaufwand Bezogene Waren und RHB	-120.000
Materialaufwand Bezogene Leistungen	-3.800
Rohertrag	131.200
Personalaufwand	-61.200
sonstige betriebliche Aufwendungen	-41.500
EBITDA	28.500
Abschreibungen	-15.000
EBIT	13.500
Finanzerträge	50
Finanzaufwendungen	-4.350
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0
Finanzergebnis	-4.300
EBT	9.200
Steuern	-2.576
Jahresüberschuss /-fehlbetrag	6.624

Kennzahlen

Umsatzerlöse Wachstum (Y/Y)	-0,2%
Rohertrag Marge [Rohertrag/(Umsatz + Bestandsveränderungen + aktivierte Eigenleistungen)]	51,5%
Sonstige betriebliche Erträge Intensität [sbE / Umsatz]	0,0%
Personalaufwand Veränderung (Y/Y)	0,1%
Personalaufwand Intensität [Personalaufwand / Umsatz]	24,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen Intensität [sbA / Umsatz]	16,3%
EBITDA Marge [EBITDA/Umsatz]	11,2%
EBIT Marge [EBIT/Umsatz]	5,3%
EBT Marge [EBT/Umsatz]	3,6%
Steuer Quote [Ertragssteuern/EBT]	28,0%
Umsatzrendite [Jahresüberschuss/-fehlbetrag / Umsatz]	2,6%



4.6 Konvergenzphase I Übergangsjahr

Vorbemerkung

Für den Fall, dass das Ergebnis des letzten Jahrs der Detailplanungsphase nicht mit der ewigen Rente identisch ist, ist dieses im Rahmen einer **Konvergenzphase** auf die ewige Rente überzuleiten.
(vgl.: IDW PH 2/2017, Tz. 55)

Die finanziellen Überschüsse der Konvergenzphase werden hierbei in ihren wesentlichen Komponenten jahresweise teils detailliert geplant, teils auf Basis von **Trendentwicklungen fortgeschrieben**, wobei typischerweise nur die Entwicklung einzelner wesentlicher Werttreiber periodenspezifisch modelliert wird und die übrigen Bewertungsparameter pauschal fortgeschrieben werden.
(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 250)

Die Darstellung der Konvergenzphase erfolgt nicht jahresweise, sondern in einem sog. "**Übergangsjahr**". Finanzmathematisch werden hierbei die Planzahlen der einzelnen Jahre der Konvergenzphase auf das Jahr abdiskontiert, welches der Detailplanungsphase folgt. Hierdurch enthält das Übergangsjahr das volle Ertragspotential der Konvergenzphase.
(vgl.: LG München I, 06.03.2015, 5 HK O 662/13, S. 34)

Wesentliche Änderung gegenüber dem letzten Jahr des Detailplanungszeitraums ist die **Anpassung des Umsatzes** auf den nachhaltigen Wert sowie die Nutzung der zum Ende des Detailplanungszeitraums noch bestehenden **steuerlichen Verlustvorträge**.

Hinsichtlich des Effektes des planerischen Einschubs der Konvergenzphase auf das Ergebnis der Unternehmensbewertung weisen wir darauf hin, dass hierdurch lediglich ein Teil der Ertragskraft aus der ewigen Rente herausgelöst wird, mithin bei sachgerechter Unternehmensbewertung der Einschub einer Konvergenzphase die Höhe des **Ertragswerts in Summe nicht verändert**.

Bewertungsfall

Im vorliegenden Bewertungsfall sind die Voraussetzungen für die Berücksichtigung einer Konvergenzphase nicht gegeben.

Eine Berücksichtigung ist somit obsolet.



4.7 Planungsrechnung für Bewertungszwecke

Insgesamt stellt sich die Planungsrechnung für die Bewertung der MS Industrie AG wie folgt dar:

MS Industrie AG

Gewinn und Verlustrechnung Konzern

TEUR	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	ewige Rente Plan
Umsatzerlöse	235.045	246.291	250.971	255.519	255.000
Bestandsveränderung	944	0	0	0	0
Betriebsleistung	235.989	246.291	250.971	255.519	255.000
andere aktivierte Eigenleistung	1.400	200	100	50	0
sonstige betriebliche Erträge	890	0	0	0	0
Gesamtleistung	238.278	246.491	251.071	255.569	255.000
Materialaufwand Bezogene Waren und RHB	-112.289	-115.995	-118.235	-120.153	-120.000
Materialaufwand Bezogene Leistungen	-3.357	-3.892	-3.744	-3.772	-3.800
Rohertrag	122.633	126.605	129.091	131.644	131.200
Personalaufwand	-58.323	-58.808	-60.165	-61.146	-61.200
sonstige betriebliche Aufwendungen	-41.333	-40.828	-40.752	-41.377	-41.500
EBITDA	22.977	26.969	28.175	29.122	28.500
Abschreibungen	-14.635	-15.585	-15.721	-14.905	-15.000
EBIT	8.342	11.383	12.454	14.217	13.500
Finanzerträge	217	49	36	22	50
Finanzaufwendungen	-4.934	-5.167	-4.866	-4.324	-4.350
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0	0	0	0	0
Finanzergebnis	-4.716	-5.119	-4.830	-4.302	-4.300
EBT	3.626	6.264	7.624	9.914	9.200
Steuern	0	0	0	-1.972	-2.576
Jahresüberschuss /-fehlbetrag	3.626	6.264	7.624	7.942	6.624
Kennzahlen					
Umsatzerlöse Wachstum (Y/Y)	14,0%	4,8%	1,9%	1,8%	-0,2%
Rohertrag Marge [Rohertrag/(Umsatz + Bestandsveränderungen + aktivierte Eigenleistungen)]	51,7%	51,4%	51,4%	51,5%	51,5%
Sonstige betriebliche Erträge Intensität [sbE / Umsatz]	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Personalaufwand Veränderung (Y/Y)	1,0%	0,8%	2,3%	1,6%	0,1%
Personalaufwand Intensität [Personalaufwand / Umsatz]	24,8%	23,9%	24,0%	23,9%	24,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen Intensität [sbA / Umsatz]	17,6%	16,6%	16,2%	16,2%	16,3%
EBITDA Marge [EBITDA/Umsatz]	9,8%	10,9%	11,2%	11,4%	11,2%
EBIT Marge [EBIT/Umsatz]	3,5%	4,6%	5,0%	5,6%	5,3%
EBT Marge [EBT/Umsatz]	1,5%	2,5%	3,0%	3,9%	3,6%
Steuer Quote [Ertragssteuern/EBT]	0,0%	0,0%	0,0%	19,9%	28,0%
Umsatzrendite [Jahresüberschuss/-fehlbetrag / Umsatz]	1,5%	2,5%	3,0%	3,1%	2,6%

Zwischenergebnis:

Die vorstehende Planungsrechnung spiegelt aus unserer Sicht grundsätzlich die Chancen und Risiken der zukünftigen Geschäftsentwicklung des MSI-Konzerns im Bewertungsstichtag in ausgewogener Weise wider und stellt eine geeignete Grundlage für die Ermittlung des Unternehmenswerts dar.



5 Typisierte Steuern

Vorbemerkung

Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die Steuerbelastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen.

5.1 Besteuerung der Ausschüttungen ("Dividenden")

Bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften sind die geplanten Ausschüttungen an die Anteilseigner grundsätzlich um die sog. **Abgeltungsteuer** von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, mithin um **26,375%** zu vermindern.

(vgl.: IDW S1, Tz. 28, 44; § 32d Abs. 1 S. 1 EStG, § 4 SolzG)

5.2 Besteuerung der zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen in der Phase der ewigen Rente

Des Weiteren sind sog. inflationsbedingte Veräußerungsgewinne bei der Ableitung der Nettoeinnahmen der Anteilseigner zu berücksichtigen.

(vgl.: OLG München, 03.12.2020, 31 Wx 330/16, Tz. 74 ff.; OLG Frankfurt, 08.09.2020, 21 W 121/15, Tz. 101 ff. sowie unsere nachstehenden Ausführungen unter "Wachstumsabschlag in der Phase der ewigen Rente ("Unternehmensspezifische Inflationsrate"))

Ausgangspunkt ist hierbei die Steuerpflicht auf Veräußerungsgewinne.

Aus **Vereinfachungsgründen** beschränkt sich die Überlegung i.d.R. auf die Phase der ewigen Rente. Rein finanzmathematisch steigt der Unternehmenswert nominal in der ewigen Rente Jahr für Jahr in Höhe der unternehmensspezifischen Inflationsrate; dies gilt auch unter der Annahme einer Vollausschüttung (fiktiven Vollausschüttung) der geplanten Ergebnisse. Wird typisierend von einer nicht unendlichen Haltedauer der Anteilseigner ausgegangen, werden auch diese inflationsbedingten (Schein-) Kursgewinne nach der typisierten Haltedauer realisiert und unterliegen dann der effektiven Abgeltungssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag.

(vgl.: mit weiterführenden Nachweisen WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453 f.)

Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.

(vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 356; Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 15.4).

Im Rahmen des Tax-CAPM wird die Marktrisikoprämie aus Aktienrenditen abgeleitet. Diese wiederum werden aus der langfristigen nominalen, d. h. inflationsbeeinflussten Steigerung von Aktienindices abgeleitet. Die jährliche Veränderung des Indexstandes setzt sich zusammen aus Dividenden- und Kursrenditen der einbezogenen Aktien. Bei der Überleitung der Vor-ESt-Aktienrendite in eine Nach-ESt-Aktienrendite wird der auf die Dividendenrendite entfallende Teil der nominellen Abgeltungsteuer unterworfen.

(vgl.: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 396)

Der Differenzbetrag zwischen Aktienrendite und Dividendenrendite entspricht der Kursrendite. Am Markt historisch beobachtbare bzw. erwartete Aktienkursentwicklungen, mithin Kursrenditen, stellen nominale Größen dar. Insofern sind inflationsbedingte Kurssteigerungen in diese Größe "eingepreist".

(vgl. zur Analyse inflationsbereinigter Realrenditen: Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 812 ff.).

Wird nun im Rahmen des Tax-CAPM bei der Ermittlung der Nach-ESt-Marktrisikoprämie die Kursrendite um den effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatz vermindert, werden bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes implizit auch die inflationsbedingten Kursveränderungen bzw. (Schein-) Kursgewinne erfasst. So bewirken nominelle Vermögenswertsteigerungen bei der Veräußerung Scheingewinne, d. h. der steuerpflichtige Nominalgewinn ist nur ein Teil oder gar kein realer Gewinn.



Um die Steuer- bzw. Verfügbarkeitsäquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage sicherzustellen, ist vor diesem Hintergrund die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen auch bei der Ertragswertermittlung zu erfassen. Die Berücksichtigung der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen ist u.E. in der Bewertungspraxis weit verbreitet und wurde in Spruchverfahren als sachgerecht bestätigt.

(vgl. LG Düsseldorf, 15. Januar 2018, 31 O 5/13; LG Koblenz, 7. August 2017, 4 HK O 79/14; LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15; LG München I, 28. April 2017, 5 HKO 26513/11; LG München I, 25. April 2016, 5 HK 20672/14; LG Koblenz, 10. September 2015, 4 HKO 166/12; LG Kiel, 21. April 2015, 16 O 75/12).

Die vorstehend erläuterte Besteuerung des nachhaltigen, inflationsbedingten Wachstums findet sich in den berufsständigen Verlautbarungen wieder:

"[...] zum anderen stellen auch rein inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerungen im Kalkül der ewigen Rente basierend auf einer fiktiven Vollausschüttung künftige Veräußerungsgewinne dar, die grundsätzlich den gleichen steuerlichen Belastungen unterliegen wie thesaurierungsbedingte operative Unternehmenswertsteigerungen. Dies hat Auswirkungen auf die bisherige in der Praxis dominierende Vorgehensweise, bei der der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragssteuern um einen - nicht um Steuereinflüsse gekürzten - Wachstumsabschlag "w" gekürzt wird und eine Steuerlast auf die inflationsbedingten Veräußerungsgewinne regelmäßig nicht berücksichtigt wird."

(vgl.: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453, sowie wortgleich: WP-Handbuch 2014, Bd. II, Teil A. Tz. 398)

Zur Bestimmung des Zeitpunktes der Veräußerungsbesteuerung und des daraus resultierenden marktdurchschnittlichen Veräußerungsgewinnsteuersatzes sind Typisierungen vorzunehmen.

(vgl.: OLG Frankfurt, 26.01.2015, 21 W 26/13, Tz. 29).

Bewertungsfall

Im vorliegenden Fall haben wir die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag getroffen und die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen in der ewigen Rente mit dieser effektiven Steuer in Höhe von **13,1875 %** belastet.

Dieser Wert entspricht der aktuellen Bewertungspraxis und ist von der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung anerkannt.

(vgl.: OLG München, 03.12.2020, 31 Wx 330/16, Tz. 69; OLG Düsseldorf, 24.09.2020, 26 W 5/19, Tz. 65; OLG Frankfurt, 05.02.2016, 21 W 69/14, Tz. 85)



6 Kapitalisierungszinssatz

6.1 Vorbemerkung

Der objektivierte Unternehmenswert als Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt.

Dieser Kapitalisierungszinssatz repräsentiert dabei die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage und muss dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein.

(vgl.: IDW S1, Tz. 114)

Der Kapitalisierungszinssatz lässt sich grundsätzlich in einen **Basiszinssatz**, der ein Entgelt für die zeitliche Überlassung von Kapital darstellt, und einen **Risikozuschlag**, der ein Entgelt für die Übernahme des Investitionsrisikos (operatives Risiko und Finanzierungsrisiko) darstellt, zerlegen.

(vgl.: IDW S1, Tz. 115)

Für die Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten erfolgt die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes auf der Grundlage des **kapitalmarktbasierten Capital Asset Pricing Model (CAPM)** bzw. auf Grundlage des Tax-CAPM, welches das Standard-CAPM um die Wirkung persönlicher Ertragssteuern ergänzt.

(vgl.: IDW S1, Tz. 92, 118 ff.)

Die Anwendung des (**Tax-**) **CAPM** wird in überwiegender Mehrheit sowohl in der Rechtsprechung als auch in der Literatur als sachgemäß erachtet und stellt die in der Bewertungspraxis eindeutig vorherrschende Methode zur Ermittlung des objektivierten Risikozuschlags dar.

(vgl.: OLG Stuttgart, 19.01.2011, 20 W 2/07 AG 2011, 426; OLG Frankfurt 29.04.2011, 21 W 13/11, AG 2011 836)

Im Tax-CAPM wird der Kapitalisierungszinssatz wie folgt berechnet:

$$r_e = r_f (1 - s) + \beta_i (MRP_{nSt})$$

mit:

r_e = Eigenkapitalkosten (=Kapitalisierungs

r_f = Basiszinssatz

s = persönliche Ertragssteuern

β_i = Betafaktor

MRP_{nSt} = Marktrisikoprämie nach Steuern



6.2 (Risikoloser) Basiszinssatz

Für den objektivierten Unternehmenswert ist bei der Bestimmung des Basiszinssatzes von dem landesüblichen Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage auszugehen. Mit Blick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.

(vgl.: IDW S1, Tz. 116)

In der Bewertungspraxis hat es sich dabei etabliert, den Basiszinssatz unter Verwendung der am Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve anhand der **Svensson-Methode** zu ermitteln. Dadurch werden die konkreten Anlagemöglichkeiten für einen sehr langen Zeitraum zukunftsorientiert und periodengerecht abgebildet. (vgl.: OLG München, 05.05.2015, 31 Wx 366/13, Tz. 77)

Ausgangspunkt für die Bestimmung des Basiszinseszinses zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes ist die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Die Zinsstruktur am Rentenmarkt zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristäquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz

(vgl.: OLG München, 30.11.2006, 31 Wx 59/06)

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler, insbesondere bei den für Unternehmensbewertungen relevanten langfristigen Renditen, haben wir hierbei in Einklang mit der Rechtsprechung nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden volle Monate herangezogen.

(vgl.: OLG München, 12.05.2020, 31 Wx 361/18, Tz. 54; OLG Frankfurt, 03.11.2020, 21 W 76/19, Tz. 46)

Ferner haben wir - ebenfalls in Einklang mit der Rechtsprechung - aus Praktikabilitätsgründen von der, bei unmittelbarer Verwendung des aus der Zinsstrukturkurve errechneten Basiszinssatzes im Bewertungsmodell eigentlich angezeigten periodenindividuellen und laufzeitäquivalenten Ermittlung des Basiszinssatzes abgesehen und einen für alle Planjahre einheitlichen, barwertäquivalenten Basiszinssatz verwendet.

(vgl.: OLG Düsseldorf, 14.12.2017, 26 W 8/15, Tz. 50; OLG München, 18.02.2014, 31 Wx 211/13, Tz. 19)

Die Berechnung der laufzeitabhängigen Zerobond-Rendite haben wir sodann nach der folgenden Formel durchgeführt:

$$z(T, \beta, \tau) = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1 - \exp(-T/\tau_1)}{(T/\tau_1)} \right) + \beta_2 \left(\frac{1 - \exp(-T/\tau_1)}{(T/\tau_1)} - \exp(-T/\tau_1) \right) + \beta_3 \left(\frac{1 - \exp(-T/\tau_2)}{(T/\tau_2)} - \exp(-T/\tau_2) \right)$$

Hierbei bezeichnet $z(T, \beta, \tau)$ den Zinssatz für die Laufzeit in Jahren als Funktion der zu schätzenden Parametervektoren $\beta = [\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3]$ und $\tau = [\tau_1, \tau_2]$.

In Rückgriff auf die Zeitreihendatenbank der Deutschen Bundesbank haben wir die folgenden Zeitreihen verwendet:

- Beta 0: wt3201
- Beta 1: wt3202
- Beta 2: wt3203
- Beta 3: wt3205
- Tau 1: wt3204
- Tau 2: wt3206

Mittels dieser Parameter haben wir die Zinssätze für hypothetische Zerobonds abgeleitet und die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltige Prognosewerte konstant für die Ermittlung des risikolosen Basiszinssatzes fortgeschrieben.



Bewertungsfall

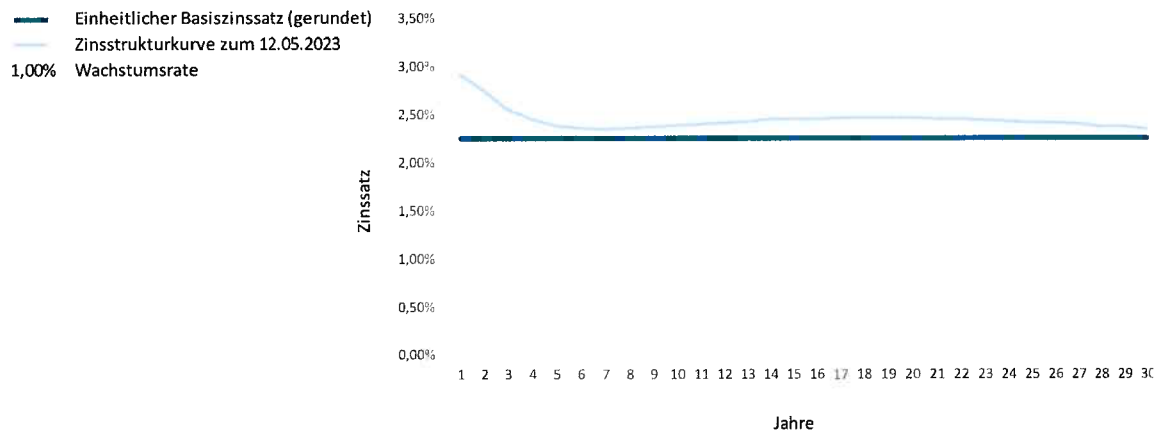
Unter Zugrundelegung der Daten der Deutschen Bundesbank ergab sich zum Bewertungsstichtag ein entsprechend der Empfehlung des Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. ("FAUB"), die auch von der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung bestätigt wird, auf 1/4-Prozentpunkte gerundeter **Basiszinssatz von 2,25% vor persönlicher Einkommensteuer.**

(vgl.: OLG München, 12.05.2020, 31 Wx 361/18, Tz. 61

MS Industrie AG

(Risikoloser) Basiszinssatz
Zinsstrukturkurve per 12.05.2023

3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Deutsche Bundesbank, Treuhandgesellschaft Südbayern GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



6.3 Risikozuschlag

Vorbemerkung

Die Anlage in ein Unternehmen birgt für den Investor höhere Risiken als der Erwerb von (quasi-) risikolosen Staatsanleihen.

Der risikolose Basiszins ist insofern um eine Risikoprämie zu ergänzen, die das Risiko eines **Engagements im Rahmen der Beteiligung an einem Unternehmen** abbildet. Mit dieser Risikoprämie werden die Unsicherheit über die zukünftigen finanziellen Rückflüsse aus der Beteiligung sowie die Übernahme des unternehmerischen Risikos abgegolten. Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung der Risikoprämie an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.

Bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten ist zur Ableitung der Risikoprämie allerdings nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen ("**Anlegerrisiko**") sehen.

Mathematisch kann die Unsicherheit der zukünftigen finanziellen Überschüsse entweder als Abschlag von den Überschüssen selbst oder als Zuschlag zum Basiszinssatz in der Bewertung berücksichtigt werden. Dem IDW S 1 entsprechend und von der Rechtsprechung gestützt, wird in der Bewertungspraxis die **Risikozuschlagsmethode** angewandt.

(vgl.: IDW S 1, Tz. 120.; OLG Düsseldorf, 27.5.2009. I-26 W 5/07, WM 2009, 2220; OLG Stuttgart 17.3.2010, 20 W 9/08, AG 2010, 510; OLG Frankfurt, 29.03.2011, 21 W 12/11 AG 2011, 630; OLG Frankfurt, 29.04.2011, 21 W 13/11, AG 2011 836)

Zur Ermittlung des Risikozuschlags kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten wie dem **Capital Asset Pricing Model** (CAPM als Vorsteuermodell bzw. Tax-CAPM als Nachsteuermodell) zurückgegriffen werden. (vgl.: OLG München, 30.07.2018; 31 Wx 122/161, S. 21; OLG Frankfurt, 17.01.2017; 21 W 37/12, Tz. 105)

Das CAPM wurde in seiner Standardform von **Sharpe/Lintner/Mossin** in den 1960er Jahren entwickelt und baut sowohl zeitlich als auch inhaltlich auf den Implikationen der Modernen Portfolio Theorie (MPT) von Harry Markowitz auf, nach denen sich durch Mischung risikobehafteter Wertpapiere (Diversifikation) und durch Investition in sog. "effiziente" Portfolios eine Risikoreduktion im Vergleich zur Investition in einzelne Wertpapiere erreichen lässt. (vgl. ausführlich zum CAPM: IDW: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 348 ff.)

Da Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch Ertragssteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das **Tax-CAPM**, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern erweitert. Hierdurch kann insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen abgebildet werden.

Trotz teilweise Vorbehalt ist festzuhalten, dass diesem Kapitalmarktmodell in der nationalen und internationalen Bewertungspraxis breite Akzeptanz zukommt und es ein hohes Maß an Vergleichbarkeit und Rechtssicherheit erzeugt. Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird insofern von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die **vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierten Risikozuschlags**.

(vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; OLG München, 30.07.2018, 31 Wx 122/161, S. 21; OLG Frankfurt, 17.01.2017, 21 W 37/12, Tz. 105 (BeckRS))

Nach dem der vorliegenden Bewertung zugrunde gelegtem **Tax-CAPM** setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragssteuern zusammen.

Die komplexe Größe des unternehmensspezifischen Risikozuschlags wird hierbei wiederum in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die **Marktrisikoprämie** und den **Betafaktor** als Maß für das bewertungsrelevante unternehmensindividuelle Risiko, zerlegt.

(vgl.: IDW: WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 352)



6.3.1 (Allgemeine) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie (MRP) entspricht der Differenz zwischen der erwarteten Rendite einer (quasi-) risikolosen Anlage (Basiszinssatz) und der erwarteten Rendite eines Marktportfolios (z.B. CDAX). Sie misst damit den Renditeaufschlag, den der Markt für eine Anlage in riskante Wertpapiere gegenüber risikolosen Anlagen gewährt.

Eine empirisch genaue und unter allen Kapitalmarktbedingungen eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie im Sinne einer **Punktschätzung** ist nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften **nicht möglich**.

(vgl.: OLG Stuttgart, 31.03.2021, 20 W 8/20, S. 19; OLG Jena, 03.03.2021, 2 W 407/08, S. 28; OLG Düsseldorf, 14.12.2017, 26 W 8/15, Tz. 52)

In der **oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung** werden vor diesem Hintergrund die Bandbreitenempfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. ("FAUB") regelmäßig als sachgerechte Grundlage für die Schätzung der Marktrisikoprämie nach § 287 Abs. 2 ZPO herangezogen.

(vgl.: OLG Jena, 03.03.2021, 2 W 407/08, S. 28; OLG Stuttgart, 26.06.2019, 20 W 27/18, S. 22; OLG München, 16.10.2018, 31 Wx 415/16, Tz. 47; S. 22; OLG Frankfurt, 26.01.2017, 21 W 75/15, Tz. 73)

Der FAUB beobachtet hierbei kontinuierlich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Bandbreitenempfehlungen anzupassen sind. Dazu werden nach einem pluralistischen Ansatz historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie Ex-Ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien betrachtet.

Aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie basierend auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen implizit ermittelten Marktrisikoprämien kam der FAUB zu dem Ergebnis, dass es sachgerecht ist, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie ab September 2012 an einer Bandbreite der Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern von 5,0% bis 6,0% zu orientieren.

(vgl.: IDW: Fachlicher Hinweis des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vom 19.09.2012: Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, in: IDW Fachnachrichten 2012, S. 568 f.)

Mit Hinweis vom 25.10.2019 hat sich der FAUB sodann zum Ansatz der Marktrisikoprämie dahingehend geäußert, dass es sachgerecht ist, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern an einer Bandbreite von 5,0% bis 6,5% (Mittelwert 5,75 %) zu orientieren.

(vgl.: Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 25.10.2019)

Diese Bandbreite hält der FAUB auch während der CORONA-Krise und dem Ukraine-Krieg für angemessen mit dem Hinweis, dass es die langfristige Ausrichtung der Zukunftserfolgswertverfahren nach IDW S 1 erlaubt und erfordert, Kapitalmarktdaten langfristig zu beurteilen und kurzfristige Ausschläge und mögliche Übertreibungen der Kapitalmärkte als momentanen und nicht zwingend langfristigen Stimmungsindikator einzuordnen.

(vgl.: Fachlicher Hinweis des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vom 25.03.2020: Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen, S. 3 und Fachlicher Hinweis des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vom 20.03.2022: Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen, S. 5)

Bewertungsfall

Unter Beachtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB sowie eigener Marktbeobachtungen und externer Kapitalmarktstudien halten wir - unter Berücksichtigung der derzeit geltenden Steuergesetzgebung betreffend die Abgeltung von Dividenden und realisierten Kursgewinnen sowie der steuerlichen Typisierung - zum relevanten Bewertungsstichtag **eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75%** für sachgerecht und haben diese im Rahmen der vorliegenden Ertragswertermittlung angesetzt.



6.3.2 (Unternehmensspezifischer) Betafaktor ("Equity Beta")

Die vorstehend genannte (allgemeine) Marktrisikoprämie ist sodann im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des jeweils zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren.

Dieses unternehmens- und branchenspezifische Risiko wird nach dem (Tax-) CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt und berechnet sich grundsätzlich aus dem Zusammenhang zwischen der Rendite- resp. Kursschwankung (Volatilität) der konkreten Aktie und des Marktportfolios:

(vgl.: IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 402 ff.)

Die Nutzung des Betafaktors beruht damit auf der Annahme, dass die Breite von Rendite- resp. Kursschwankung (Volatilität) ein Maßstab für das unternehmensindividuelle Risiko ist.

Ferner führt die Berechnungssystematik zur Ermittlung des Betafaktors (s.u.) zu einer (empirisch allerdings nicht vollumfänglich nachzuweisenden) **linearen Beziehung** zwischen dem Risiko (ausgedrückt durch den Betafaktor) und dem sich daraus ergebenden Risikozuschlag.

Bezogen auf den Unternehmenswert stellt sich der Einfluss des Betafaktors wie folgt dar: Ist die Volatilität des Marktportfolios und die des Unternehmens gleich hoch, so ist der Betafaktor 1. Ist die Volatilität des Unternehmens größer als die des Marktportfolios, so ist das unternehmensspezifische Risiko höher und der Betafaktor steigt (z. B. auf 1,2). Die Folge ist ein niedrigerer Unternehmenswert. Liegt der Betafaktor unter 1 (z. B. 0,8) so ist das unternehmensspezifische Risiko geringer als das des Marktportfolios und der Unternehmenswert somit höher. Bezogen auf die unternehmensindividuelle Bilanz- und Ausschüttungspolitik bedeutet dies, dass je mehr die ausschüttungsfähigen Ertragsüberschüsse einem konstanten Anleihezins gleichen, umso niedriger wird der Risikozuschlag und umso höher wird ceteris paribus der Unternehmenswert.

(vgl.: Großfeld/Egger/Tönnies: Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, Tz. 780 f.)

Mathematisch wird der unternehmensindividuelle (historische) Betafaktor für börsennotierte Unternehmen aus einer linearen Regression zwischen den Aktienrenditen des Unternehmens und des Aktienindex ermittelt. Der Betafaktor ergibt sich als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex. Der Betafaktor eines Wertpapiers i gegenüber einem effizienten Marktportfolio M berechnet sich somit wie folgt:

$$\text{Betafaktor} = \frac{\text{COV}(r_i, r_M)}{\text{VAR}(r_M)} = \text{CORR}_{i,M} \frac{\text{STAW}(r_i)}{\text{STAW}(r_M)}$$

Bei der grafischen Umsetzung der vorstehenden Formel werden Renditepaare in ein Diagramm eingetragen, die aus der Wertentwicklung der zu bewertenden Aktie und des Referenzindex bestehen. Durch die hieraus entstehende "Punktewolke" wird sodann nach der "Methode der kleinsten Quadrate" eine Gerade gelegt. Die Steigung dieser Gerade entspricht dem Betafaktor.

Nach dem (Tax-) CAPM wird somit im Ergebnis unterstellt, dass Anleger in der Lage sind, durch den Erwerb von Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen ihre Risikoposition zu reduzieren ("Diversifikation"). Daher wird zwischen dem sogenannten "systematischen Risiko", das sich durch Diversifikation nicht vermindern lässt, und dem diversifizierbaren sog. "unsystematischen Risiko" unterschieden. Nach dem (Tax-) CAPM abgeleitete Risikoprämien enthalten daher nur eine Kompensation für das im Betafaktor erfasste systematische, nicht weiter diversifizierbare Risiko.

Das bewertungsrelevante, systematische Risiko eines Unternehmens lässt sich weiter unterteilen in das operative Risiko, d.h. das der Geschäftstätigkeit innewohnende Risiko, und das Kapitalstrukturrisiko. Letzteres basiert auf der Tatsache, dass mit zunehmendem Verschuldungsgrad die Schwankung der an die Anteilseigner fließenden Überschüsse zunimmt.



Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes als Zukunftserfolgswert, und damit bei dem vorliegend angewendeten Ertragswertverfahren, ist der Betafaktor grundsätzlich **zukunftsbezogen zu schätzen** und stellt somit keinen empirisch feststellbaren Vergangenheitswert dar.

(vgl.: IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 403; OLG Stuttgart, 17.03.2011, 20 W 9/08; OLG Frankfurt, 02.032011, 21 W 3/11)

In **Bewertungspraxis** und Rechtsprechung wird als Ausgangspunkt für die Schätzung des zukunftsbezogenen Betafaktors gleichwohl regelmäßig auf einen Aktienindex und damit auf Vergangenheitswerte zurückgegriffen. (vgl.: IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 403 f.)

Bezüglich des im Rahmen des Zeitraumes der Betaberechnung werden vornehmlich Beobachtungszeiträume von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet.

(vgl.: OLG Frankfurt, 30.08.2012, 21 W 14/11, Tz. 80; OLG Frankfurt, 20.12.2010, 5 W 51/09, Tz. 63)

Auch wenn die Wahl dieser Parameter theoretisch keinen Einfluss auf die Höhe des Betafaktors haben sollte, zeigen empirische Studien, dass sie die Höhe des Betafaktors signifikant beeinflussen können.

(vgl.: IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 406 m.w.N.)

Im vorliegenden Fall haben wir aus Gründen der Aktualität einen Zeitraum von **zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen** bei der Ermittlung des historischen Betafaktors zugrunde gelegt.

(vgl.: OLG Stuttgart, 05.06.2013, 20 W 6/10, Tz. 214 sowie Castedello/Tschöpel: Auswirkungen von COVID-19 auf die Unternehmensbewertung, WPg 2020, S. 914)

Der so ermittelte (historische) Betafaktor (sog. "raw Beta") ist sodann bezüglich der **Güte der Regression** und damit auf dessen grundsätzliche Prognoseeignung zu prüfen. Hierbei wird festgestellt, ob sich die Aktienrenditen und damit die zugrundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen und damit der ermittelte Betafaktor Die Prüfung erfolgt hierbei anhand von Liquiditätsmaßen wie Geld-Brief-Spanne, Handelsvolumen, Handelstage ohne Handel der Aktie und/oder Streubesitzanteil, die mittlerweile die in der Vergangenheit in der Bewertungspraxis verwendeten statistischen Kennzahlen und Verfahren wie das Bestimmtheitsmaß R^2 und der t-Test abgelöst haben.

(vgl.: IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 407)

Bei der Prognose des Betafaktors sind historische Betafaktoren sodann ggf. um außergewöhnliche Umstände in der Vergangenheit (z.B. Restrukturierungen, Übernahmeangebote, Einmalereignisse) zu bereinigen sowie hinsichtlich künftiger Veränderungen (neue Produktschwerpunkte, Expansion in ausländische Märkte etc.), aufgrund erwarteter wesentlicher Veränderungen der Branche und ihrer Märkte etc. anzupassen.

(vgl.: IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 409 f.)

In der Bewertungspraxis erfolgt die Prognose des Betafaktors in der Regel durch statistische Anpassungsverfahren.

Hierbei wird das historische, direkt (Kurs-) Renditen mittels Regression abgeleitete "Raw Beta" mittels einer Gleichgewichtsformel mit dem Gesamtmarktbeta in Beziehung gesetzt und ergibt sodann das sog. "Adjusted Beta".

Am häufigsten wird für die Umrechnung die sog. Blume-Anpassung verwendet, bei das Raw Beta mit 0,667 (=2/3) multipliziert und 0,333 hinzuaddiert wird. Ebenfalls Verwendung findet in der Bewertungspraxis die Anpassung nach Vasicek, bei der ein verschuldeter Raw Beta umso stärker in Richtung eines bekannten Referenzwertes (z.B. des Marktdurchschnitts) gewichtet wird, je größer der Standardfehler der Betaschätzung ist.

(vgl.: IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 410)

Die Rechtsprechung ist sowohl bezüglich der Verwendung von Raw vs. Adjusted Betas als auch bezüglich der statistischen Anpassungsverfahren nicht einheitlich.

(vgl.: OLG München, 03.12.2020, 31 Wx 330/16, Tz. 101; OLG Frankfurt, 27.08.2020, 21 W 59/19, Tz. 50; LG München I, 29.08.2018, 5 HK 16585/15, S. 112 ff [Blume]; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, S. 23 [keine pauschale Ablehnung einer Adjustierung]; BGH, 27. Januar 2015, ENVR 37/13, Tz. 10 [Vasicek]).



Bewertungsfall

Zunächst ist zu konstatieren, dass die Aktien der MS Industrie AG in dem EU-regulierten Segment der Frankfurter Wertpapierbörse ("General Standard") gehandelt werden und insofern zunächst am Kapitalmarkt beobachtbare Betafaktoren vorliegen ("**originärer Betafaktor**").

Vor dem Hintergrund, dass der Betafaktor den Zusammenhang zwischen den Renditen der Aktie und den Renditen des Marktes abbilden soll, ist unabdingbare Voraussetzung für die Prognoseeignung einer mittels Regression für den Betafaktor abgeleiteten Wertindikation, dass sich die Aktie sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpasst.

Als Maßstab für eine unverzerrte Anpassungsfähigkeit werden in der Literatur und Rechtsprechung insbesondere die Geld-Brief-Spanne und der Handelsumsatz als geeignet erachtet.

Die Rechtsprechung hat sich hierzu wie folgt geäußert:

Geld-Brief-Spanne von 1,25%	keine hinreichende Liquidität zur Bestimmung unverzerrter Betafaktoren (vgl.: OLG Düsseldorf, 05.09.2019, 26 W 8/17, S. 15 OLG Frankfurt, 20.11.2019, 21 W 77/14, Tz. 78)
Geld-Brief-Spanne über 2,0%	erhebliche Bedenken hinsichtlich der Liquidität der Aktie (vgl.: OLG Frankfurt, 08.09.2020, 21 W 121/15, Tz. 141)
Geld-Brief-Spanne von 2,37%	nicht ausreichend zur Bestimmung unverzerrter Betafaktoren (vgl.: OLG Frankfurt, 29.01.2016, 21 W 70/15, Tz. 69)
Geld-Brief-Spanne von 3,40%	nicht ausreichend zur Bestimmung unverzerrter Betafaktoren (vgl.: OLG Frankfurt, 27.08.2020, 21 W 59/19, Tz. 49)
Geld-Brief-Spanne von 4,78%	nicht ausreichend zur Bestimmung unverzerrter Betafaktoren (vgl.: OLG Hamburg, 07.09.2020, 13 W 123/20, S. 6)

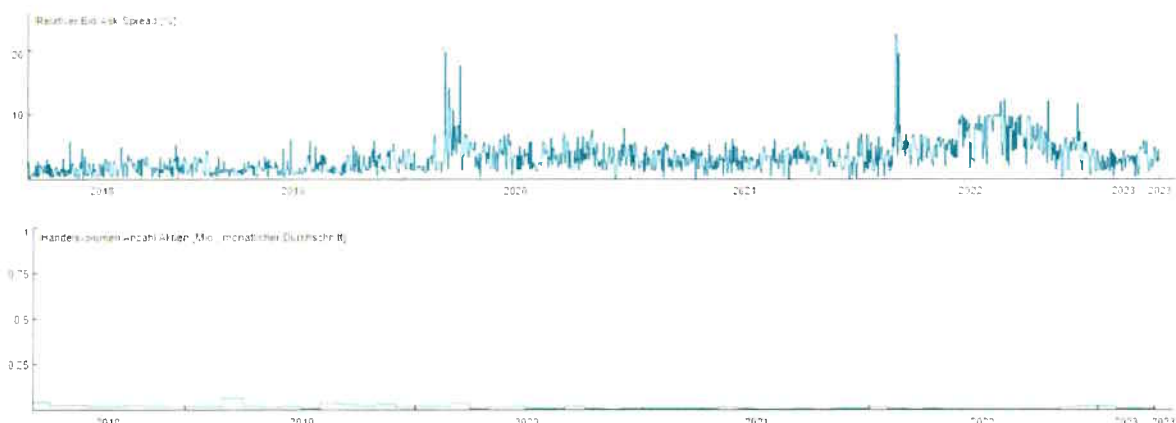
Das LG München I sieht die Obergrenze für die Geld-Brief-Spanne bei 1,0 % bis maximal 1,25 %. Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Geld-Brief-Spannen zu hoch seien.

(vgl. LG München I, 30. Mai 2018, 5 HK 10044/16, Tz. 149, LG München I, 30.06.2017, 5 HK 13182/15, S. 120).

Bezüglich des Handelsumsatzes sieht das OLG Frankfurt ein durchschnittliches tägliches Handelsvolumen von TEUR 115 als nicht ausreichend zur Bestimmung unverzerrter Betafaktoren an.

(vgl.: OLG Frankfurt, 20.11. 2019, 21 W 77/14, Tz. 78)

Bei der MS Industrie AG liegen beide Werte signifikant unter den vorstehenden Referenzwerten, so dass der originäre Betafaktor der Gesellschaft für Bewertungszwecke nicht verwendet werden kann:





Vor diesem Hintergrund haben wir sodann entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe internationaler börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Dieses Vorgehen entspricht der gängigen Praxis und wird auch von der Rechtsprechung anerkannt.

(vgl. statt vieler: vgl. OLG München, 03.12.2020, 31 Wx 330/16, Tz. 99 m.w.N.)

Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen.

(vgl.: OLG Jena, 03.03.2021, 2 W 407/18, S. 30; OLG Frankfurt, 08.09.2020, 21 W 121/15, Tz. 142)

Zur Herleitung einer geeigneten Peer Group haben wir die operative Geschäftstätigkeit sowie die Wettbewerbssituation der MS Industrie AG analysiert. Auf dieser Basis haben wir anhand einer Bloomberg-Recherche sowie anhand von Gesprächen mit dem Vorstand der MS Industrie AG im Hinblick auf das operative Risiko der MS Industrie AG vergleichbare Unternehmen identifiziert. Die Peer Group beinhaltet sowohl Unternehmen aus der Automobilzulieferindustrie als auch Unternehmen, die im Bereich Ultraschall tätig sind:

ElringKlinger AG Subsektor: Autoteile OEM

Die ElringKlinger AG ist als unabhängiger Entwicklungspartner und Ausrüster tätig und produziert und vertreibt Teile und Baugruppen für Motoren, Getriebe, Abgassysteme und Karosserien sowie Komponenten für Lithium-Ionen-Batterien und Brennstoffzellen. Das Unternehmen ist in den folgenden Segmenten tätig: Erstausrüstung, Aftermarket, Kunststofftechnik, Dienstleistungen und Industrieparks. Das Segment Erstausrüstung konzentriert sich auf die Entwicklung, Produktion und den Vertrieb von Komponenten und Baugruppen für Fahrzeugmotoren, Getriebe und Abgassysteme, Batterien und Brennstoffzellenkomponenten. Das Segment Aftermarket befasst sich mit der Lieferung einer Reihe von Ersatzteilen, die aus Zylinderkopfdichtungen und Spezialdichtungssätzen bestehen. Das Segment Kunststofftechnik befasst sich mit der Herstellung und dem Vertrieb von technischen Produkten aus dem Kunststoff Polytetrafluorethylen. Das Segment Services umfasst die Erbringung von Entwicklungsdienstleistungen für Motoren, Getriebe und Abgasanlagen. Das Segment Gewerbeturms umfasst die Vermietung und Verpachtung von Grundstücken und Gebäuden. Das Unternehmen wurde 1879 von Paul Lechler gegründet und hat seinen Hauptsitz in Dettingen an der Erms, Deutschland.

Grammer AG Subsektor: Autoteile OEM

Die Grammer AG ist in der Entwicklung und Herstellung von Komponenten und Systemen für die Pkw-Innenausstattung sowie von Fahrer- und Passagiersitzen für Geländewagen, Lkw, Busse und Bahnen tätig. Das Unternehmen ist in den folgenden Segmenten tätig: Automotive, Seating Systems und Zentrale Dienste. Das Segment Automotive liefert Kopfstützen, Armlehnen und Mittelkonsolensysteme an Automobilhersteller und Systemlieferanten. Das Segment Seating Systems entwickelt und produziert Fahrer- und Passagiersitze für Land- und Baumaschinen, Gabelstapler, Lkw, Busse und Züge. Das Segment Zentrale Dienste nimmt konzernweite Funktionen in den Bereichen Finanzcontrolling, Unternehmenskommunikation, Einkauf, Produktentwicklung, Operations, Finanzen, Internes Kontrollsystem, Investor Relations, Marketing, Informationstechnologie, Personalwesen, Rechnungswesen und Recht wahr. Das Unternehmen wurde 1989 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Amberg, Deutschland.

JOST Werke AG Subsektor: Autoteile OEM

Die JOST Werke AG ist ein Hersteller und Lieferant von sicherheitskritischen Systemen für die Truck- und Trailerindustrie. Das Unternehmen ist in den folgenden geografischen Segmenten tätig: Asien, Pazifik und Afrika; Europa; und Nordamerika. Zu ihren Marken gehören JOST, ROCKINGER, TRIDEC und Edbro. Das Unternehmen wurde am 27. Februar 2008 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Neu-Isenburg, Deutschland.

Progress-Werk Oberkirch AG Subsektor: Autoteile OEM

Die Progress-Werk Oberkirch AG entwickelt und fertigt Metallkomponenten und Subsysteme in Leichtbauweise für Sicherheit und Komfort im Automobil. Dazu gehören mechanische Komponenten für elektrische und elektronische Anwendungen, Scheibenwischer und elektrische Fensterhebeeinheiten sowie Gehäuse für elektronische Steuergeräte und Teile für elektrische Antriebe. Der zweite Produktbereich umfasst Sicherheitskomponenten für Airbag- und Lenksysteme sowie für Sitzstrukturen, Sitzverstellungen und Sitzverriegelungssysteme. Der dritte Produktbereich umfasst Strukturbauteile für Karosserie und Fahrwerk, Hitzeschilder, Querträger, Fahrwerkskomponenten und Druckspeicher für Luftfedersysteme. Das Progress-Werk Oberkirch wurde 1919 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Oberkirch, Deutschland.

SAF-HOLLAND SE Subsektor: Autoteile OEM

SAF-HOLLAND SE ist in der Herstellung und Lieferung von Systemen und Bauteilen für Nutz-, Kommunal- und Freizeitfahrzeuge tätig. Das Unternehmen ist in den folgenden Segmenten tätig: EMEA, Amerika und APAC/China. Das Segment EMEA umfasst die Herstellung und den Verkauf von Achsen und Federungssystemen für Anhänger und Sattelaufleger sowie Sattelkupplungen für schwere Lkw. Außerdem bietet es Ersatzteile für die Anhänger- und Nutzfahrzeugindustrie an. Das Segment Americas fertigt und vertreibt Schlüsselkomponenten für die Aufleger-, Anhänger-, Lkw-, Bus- und Freizeitfahrzeugindustrie. Darüber hinaus bietet es Ersatzteile für die Anhänger- und Nutzfahrzeugindustrie, Achs- und Federungssysteme, Sattelkupplungen, Königszapfen und Stützfüße sowie Kupplungsvorrichtungen. Das Segment APAC/China produziert und vertreibt Achs- und Federungssysteme für Busse, Anhänger und Sattelaufleger. Das Unternehmen wurde am 21. Dezember 2005 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Bessenbach, Deutschland.



SHW AG

Subsektor: Autoteile OEM

Die SHW AG ist eine Holdinggesellschaft, die sich mit der Herstellung von Fahrzeugkomponenten für den Automobilsektor befasst. Sie ist in den Segmenten Pumpen und Motorkomponenten sowie Bremsscheiben tätig. Das Segment Pumpen und Motorkomponenten umfasst die Herstellung von Pumpen für verschiedene Anwendungsbereiche. Das Segment Brake Discs bietet die Entwicklung und Herstellung von unbearbeiteten und bearbeiteten Bremsscheiben für die Automobilindustrie. Das Unternehmen wurde im Jahr 1965 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Aalen, Deutschland.

Stabilus SA

Subsektor: Autoteile OEM

Stabilus S.A. ist eine Investment-Holding, die Gasfedern und hydraulische Dämpfer für den Automobil- und Industriesektor liefert. Außerdem produziert und vertreibt das Unternehmen automatische Öffnungs- und Schließsysteme. Das Unternehmen ist in den folgenden Segmenten tätig: EMEA, Nord- und Südamerika und APAC. Das Unternehmen wurde am 26. Februar 2010 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Luxemburg.

DMG MORI AG

Subsektor: Industriemaschinen

Die DMG MORI AG beschäftigt sich mit der Herstellung und dem Vertrieb von spanabhebenden Werkzeugmaschinen. Das Unternehmen ist in den folgenden Segmenten tätig: Werkzeugmaschinen, Industrielle Dienstleistungen und Corporate Services. Das Segment Werkzeugmaschinen umfasst das Neumaschinengeschäft mit den Technologien Drehen und Fräsen, Ultrasonic oder Lasertec sowie Ecoline-Produkte. Das Segment Industriedienstleistungen umfasst die Aktivitäten im Bereich Service und Energielösungen, die Schulung, Reparatur und Wartung von Werkzeugmaschinen sowie die Erzeugung, Speicherung und Nutzung von erneuerbaren Energien anbieten. Das Segment Corporate Services umfasst die Holdingfunktionen des Unternehmens. Das Unternehmen wurde am 1. Oktober 1870 von Friedrich Gildemeister gegründet und hat seinen Hauptsitz in Bielefeld, Deutschland.

Coherent, Inc.

Subsektor: Elektronische Ausrüstung & Instrumente

Coherent, Inc. beschäftigt sich mit der Entwicklung, Herstellung und dem Service von Lasern und dem dazugehörigen Zubehör. Das Unternehmen ist in den Segmenten OEM-Laserquellen (OLS) und Industrielaser und -systeme (ILS) tätig. Das OLS-Segment konzentriert sich auf Laserquellen und komplexe optische Subsysteme, die typischerweise in der Mikroelektronikfertigung, der medizinischen Diagnostik und bei therapeutischen medizinischen Anwendungen eingesetzt werden. Das ILS-Segment umfasst Laserquellen, Subsysteme und Werkzeuge, die hauptsächlich in der industriellen Lasermaterialbearbeitung eingesetzt werden. Das Unternehmen wurde am 26. Mai 1966 von Eugene Watson gegründet und hat seinen Hauptsitz in Santa Clara, CA.

Jenoptik AG

Subsektor: Elektronische Ausrüstung & Instrumente

Die Jenoptik AG ist eine Holdinggesellschaft, die in den Bereichen optische Systeme, Gesundheitswesen und Industrie, Automotive, Verkehrslösungen sowie Verteidigung und zivile Systeme tätig ist. Sie ist in den folgenden Segmenten tätig: Optik & Life Science, Mobilität und Verteidigung & Zivile Systeme. Das Segment Optics & Life Science befasst sich mit der Entwicklung und Produktion von optischen und mikrooptischen Komponenten. Das Segment Mobility stellt Messtechnik und Lasermaschinen für Produktionsprozesse in der Automobilindustrie her. Das Segment Verteidigung & Zivile Systeme entwickelt, fertigt und vertreibt mechatronische und sensorische Produkte für den zivilen und militärischen Markt. Das Unternehmen wurde 1991 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Jena, Deutschland.

Emerson Electric Co.

Subsektor: Elektrische Produkte

Emerson Electric Co. beschäftigt sich mit der Bereitstellung von Mess- und Analyseinstrumenten, Industrieventilen und -ausrüstungen, Prozesssteuerungssystemen, Werkzeugen und Gerätelösungen für Kunden in einer Reihe von industriellen, kommerziellen und Verbrauchermärkten. Das Unternehmen ist in den folgenden Segmenten tätig: Automation Solutions und Commercial & Residential Solutions. Das Segment Automation Solutions bietet Produkte, Software und Technologie sowie Engineering, Projektmanagement, Beratungsdienste und integrierte Fertigungslösungen für Präzisionsmessung, Steuerung, Überwachung, Anlagenoptimierung sowie Sicherheit und Zuverlässigkeit von Öl- und Gasreservoirs, Fertigungsbetrieben und Anlagen, die verschiedene Produkte verarbeiten oder behandeln. Das Segment Climate Technologies bietet Produkte und Dienstleistungen für viele Bereiche der Klimatisierungsindustrie, einschließlich Heizung und Kühlung von Wohngebäuden, gewerbliche Klimaanlage sowie gewerbliche und industrielle Kühlung. Das Segment Commercial & Residential Solutions vertreibt Werkzeuge für Fachleute und Hausbesitzer sowie Gerätelösungen, wie z. B. Lebensmittelabfallentsorger, Deckenventilatoren, Beleuchtung, Sensor- und Schutzgeräte. Das Unternehmen wurde am 24. September 1890 von Charles Meston und Alexander Meston gegründet und hat seinen Hauptsitz in St. Louis, MO.

LPKF Laser & Electronics AG

Subsektor: Elektronische Bauteile

Die LPKF Laser & Electronics AG ist ein Maschinenbauunternehmen, das sich mit der Entwicklung und Herstellung von Lasersystemen befasst. Das Unternehmen ist in den folgenden Segmenten tätig: Electronics Development Equipment, Electronics Production Equipment, Other Production Equipment und Sonstige. Das Segment Electronics Development Equipment bezieht sich auf das Zubehör, das die Entwickler von Elektronikgeräten benötigen, um Leiterplatten-Prototypen weitgehend ohne den Einsatz von Chemikalien herzustellen und zu bestücken. Das Segment Electronics Production Equipment umfasst die Laser-Direkt-Strukturierung, Schablonenlaseranlagen und Anlagen zur Herstellung von Leiterplatten. Das Other Production Equipment ist die Kombination der Produktgruppen Wielding Equipment und Solar Module Equipment. Das Unternehmen wurde 1976 von Jürgen Seebach, Klaus Barke, Klaus Sülter und Bernd Hildebrandt gegründet und hat seinen Hauptsitz in Garbsen, Deutschland.



Bezüglich der Aussagekraft der Betafaktoren haben wir die statistische Güte der unternehmensspezifischen Betafaktoren der Peer Group, d.h. die Qualität der linearen Approximation, mit einem Hypothesentest, dem so genannten t-Test, für ein vorgegebenes Konfidenzniveau überprüft. Ferner haben wir die Liquidität des Aktienhandels der Peer Group Unternehmen im Wesentlichen anhand der Geld-Brief-Spannen und der durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina analysiert.

Aufgrund dieser Analyse haben wir die nachstehenden Unternehmen aus der Peer Group exkludiert:

MS Industrie AG

Betafaktoren
Statistische Relevanz

Unternehmen	Handelsdaten			Regressionsdaten		
	Freefloat	Vol. Mio. FX	Bid-Ask Spread	Bestimmtheitsmaß	T-Test	F-Test
Coherent, Inc.	98,7%	83,53	0,10%	23,4%	4,21	17,70
DMG MORI AG	12,6%	0,36	0,39%	8,59%	2,34	5,45
EiringKlinger AG	42,9%	1,24	0,67%	37,7%	5,92	35,04
Emerson Electric Co.	99,7%	249,33	0,06%	70,2%	11,69	136,59
Grammer AG	11,6%	0,12	1,86%	14,03%	3,08	9,47
JENOPTIK AG	89,0%	3,70	0,25%	40,3%	6,26	39,20
JOST Werke AG	85,0%	1,04	0,55%	56,9%	8,76	76,68
LPKF Laser & Electronics AG	100,0%	1,69	0,77%	30,2%	5,01	25,10
Progress-Werk Oberkirch AG	53,2%	0,03	1,96%	32,2%	5,25	27,58
SAF-HOLLAND SE	99,3%	1,60	0,42%	53,0%	8,09	65,40
SHW AG	11,0%	0,04	3,19%	27,5%	4,69	21,96
Stabilus SA	100,0%	2,07	0,39%	43,4%	6,66	44,40

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren der Peer Group um Kapitalstruktureffekte ist es berufsüblich und in der Rechtsprechung anerkannt, die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren der verschuldeten Peer Group Unternehmen in unverschuldete Betafaktoren umzurechnen (so genanntes "Unlevern"), um eine Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt herstellen zu können.

(vgl. statt vieler: OLG Frankfurt, 26.01.2015, 21 W 26/13, Tz. 58 m.w.N.)

Die Umrechnung erfolgte nach einer Anpassungsformel unter der Annahme **unsicherer Tax Shields** sowie unter der Annahme ausfallrisikobehafteter Fremdkapitalbestände ("**Debt Beta**") auf Basis des Verhältnisses von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals.

(vgl.: OLG Frankfurt, 03.11.2020, 21 W 76/19, Tz. 65 I OLG München, 13.11.2018, 31 Wx 372/15, Tz. 72 I OLG München, 03.12.2020, 31 Wx 330/16, Tz. 103)

Im Rahmen der Ertragswertberechnung ist dann der unverschuldete Betafaktor periodenspezifisch anhand des Verschuldungsgrads wieder anzupassen (so genanntes "Re-levern"). Die Ergebnisse für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen basierend auf lokalen Vergleichsindizes sind nachfolgend im Einzelnen dargestellt:

MS Industrie AG

Betafaktoren
Ermittlung

Unternehmen	Land	Index	Leveraged Beta		Unleveraged Beta	
			raw	adjusted	raw	adjusted
Coherent, Inc.	USA	FTSE AllCap US	1,04	1,03	1,04	1,03
EiringKlinger AG	Deutschland	CDAX	1,88	1,59	1,17	1,00
Emerson Electric Co.	USA	FTSE AllCap US	0,95	0,97	0,87	0,89
JENOPTIK AG	Deutschland	CDAX	1,17	1,11	0,93	0,89
JOST Werke AG	Deutschland	CDAX	1,00	1,00	0,74	0,74
LPKF Laser & Electronics AG	Deutschland	CDAX	1,74	1,50	1,78	1,53
SAF-HOLLAND SE	Deutschland	CDAX	1,53	1,35	0,97	0,86
Stabilus SA	Deutschland	CDAX	0,87	0,91	0,80	0,84
Mittelwert					1,04	0,97
Median					0,95	0,89



6.4 Wachstumsabschlag in der Phase der ewigen Rente ("Unternehmensspezifische Inflationsrate")

Abschließend haben wir die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende der Detailplanungsphase analysiert und bewertungstechnisch mit einem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.

Hintergrund hierfür ist, dass im Rahmen der Detailplanungs- und Konvergenzphase die Jahresergebnisse des Bewertungsobjektes nominal auf Jahresebene geplant werden und damit sowohl das operative Wachstum (Unternehmensoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) als auch das inflationsbedingte Wachstum (Preissteigerungen) des Bewertungsobjektes abbilden. Die Abdiskontierung dieser nominalen Jahresergebnisse auf den Bewertungsstichtag erfolgt sodann mit dem Kapitalisierungszinssatz, bei dem der landesübliche risikofreie Zinssatz als Berechnungsbasis eine Geldentwertungsprämie enthält und der somit ebenfalls eine nominale Größe darstellt.

(vgl.: IDW S1, Tz. 94)

In der Phase der ewigen Rente hingegen wird die bewertungstechnisch zugrunde gelegte ewige Unternehmenslebensdauer finanzmathematisch als uniform und unendlich wachsende Zahlungsreihe des nachhaltigen (und damit konstanten) Ergebnisses abgebildet. Diese enthält somit keine Wachstumsraten, wird aber gleichwohl mit dem nominalen Kapitalisierungszinssatz abdiskontiert. Es ist somit zu prüfen, ob auch in der Phase der ewigen Rente ein Unternehmenswachstum zu berücksichtigen ist.

Bezüglich des operativen Wachstums aus Unternehmensoptimierungen ist festzustellen, dass diese vorliegend bereits in der Detailplanungs- und Konvergenzphase berücksichtigt worden sind, sodass diesbezüglich eine Berücksichtigung im Rahmen der Phase der ewigen Rente ausscheidet.

Bezüglich des operativen Wachstums aus Kapazitätserweiterungen ist feststellen, dass dieses durch die unmittelbare Zurechnung der nachhaltig thesaurierten Beträge ("fiktive Vollausschüttung") im Zähler des Bewertungskalküls in der Phase der ewigen Rente finanzmathematisch bereits erfasst worden ist, sodass eine zusätzliche Erfassung im Rahmen der Phase der ewigen Rente obsolet ist.

(vgl.: IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A. Tz. 441 f.)

Im Ergebnis verbleibt somit als das potenziell in der Phase der ewigen Rente zur erfassenden Quelle des zukünftigen Wachstums die preisänderungsbedingte unternehmensspezifische Inflationsrate.

Unternehmensspezifische, inflationsbedingte Wachstumseffekte unterscheiden sich hierbei von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren wie zum Beispiel der "allgemeinen" (konsumorientierten) Inflationsrate, die durch die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex gemessen wird. So werden unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte, durch die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit des Unternehmens zur kontinuierlichen Generierung von Effizienzgewinnen sowie ihre eigenen absatzmarktseitig bestimmten Möglichkeiten zu Preisanpassungen bestimmt.

Die **allgemeine (konsumorientierte) Inflationsrate** steht vor diesem Hintergrund grundsätzlich in keiner unmittelbaren Beziehung zur unternehmensspezifischen Inflationsrate. Sie reflektiert vielmehr die Preisveränderungen eines idealisierten Warenkorbs von Konsumgütern und findet als Inflationsrate ihre Berücksichtigung in den geforderten Kapitalkosten der Anteilseigner. Hierdurch wird sichergestellt, dass der ermittelte Unternehmenswert genau den Wert reflektiert, zu dem die zukünftigen Nettoeinnahmen die geforderten Kapitalkosten der Anteilseigner verdienen, und somit auch die Kompensation der Anteilseigner für die allgemeine konsumorientierte Inflation vollständig erfolgt. Voraussetzung hierfür ist, dass das Unternehmen in der Lage ist, nachhaltig die effektive unternehmensspezifische Inflation, welche durch Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten und Effizienzgewinne erklärt wird, vollständig auf die Abnehmer seiner Erzeugnisse zu überwälzen.



Gleichwohl wird von der **Rechtsprechung und herrschender Literaturmeinung** dahingehend auf die allgemeine (konsumorientierte) Inflationsrate Bezug genommen, als die unternehmensspezifische Inflationsrate im Allgemeinen niedriger sein muss als die allgemeine (konsumorientierte) Inflationsrate.

(vgl.: OLG München, 03.12.2020, 31 Wx 330/16, Tz. 106, Großfeld/Egger/Tönnies: Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 247; IDW: WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap.C, Tz. 127)

Empirische Untersuchungen zeigen hierbei, dass Unternehmensgewinne in der Vergangenheit lediglich in Höhe von rd. 50% im Vergleich zur Inflation gestiegen sind. Dies impliziert, dass die Geldentwertung von Unternehmen regelmäßig nicht in voller Höhe auf die Kunden abgewälzt werden kann.

(vgl.: Widmann/Schieszl/Jeromin, Finanzbetrieb, 2003, S. 800 ff.; Stellbrink, Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 125 f.; Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, 7. Aufl., S. 719 ff.)

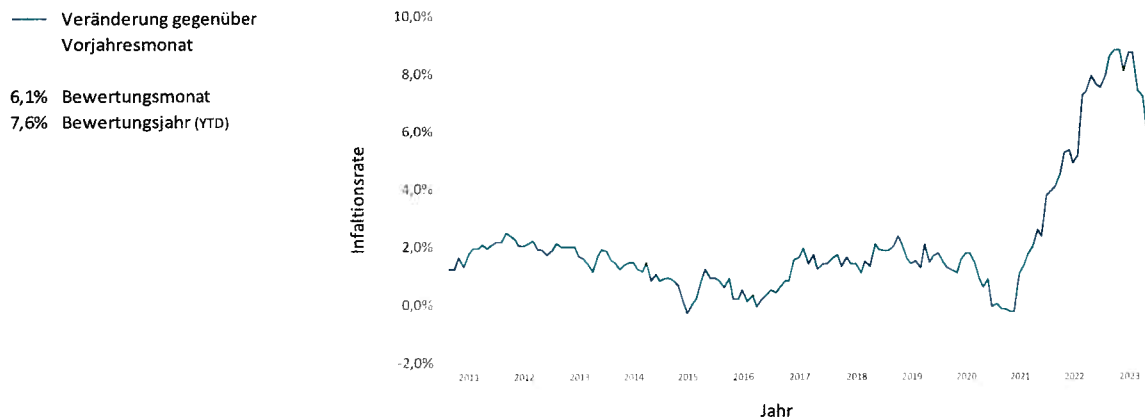
Bezüglich der allgemeine (konsumorientierte) Inflationsrate ist zu konstatieren, dass diese - gemessen als Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) zum Vorjahresmonat - im Mai 2023 in Deutschland bei +6,1 % und damit einen der höchsten Werte in den letzten 50 Jahren liegen wird. Die durchschnittliche Inflation liegt dabei in Deutschland in dem Zeitraum Januar bis Mai 2023 voraussichtlich bei 7,6%:

MS Industrie AG

Wachstumsabschlag

Inflationsrate | Entwicklung

Verbraucherpreisindex (VPI) | Gesamtindex



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

Bezüglich der im Bewertungszeitraum zu erwartenden Inflationsraten ist zunächst zu konstatieren, dass in dem geldpolitischen Stabilitätsziel der **Europäischen Zentralbank (EZB)** eine nachhaltige Inflationsrate von unter oder nahe 2,0% für den Euro-Raum determiniert wird. Dass sich diese Geldpolitik der EZB auch in den tatsächlichen historischen Inflationsraten widerspiegelt, zeigt der vom statistischen Bundesamt ermittelte harmonisierte Verbraucherpreisindex. Danach ergab sich für die Jahre 2010 bis 2022 für Deutschland eine durchschnittliche Preisänderungsrate von rd. 1,9% p.a.

Die **Deutsche Bundesbank** prognostizierte im Rahmen ihres Monatsberichts vom Dezember 2022 einen Rückgang der Inflationsrate auf 7,2% im Jahr 2023, auf 4,1% im Jahr 2024 und auf 2,8% im Jahr 2025.

Der **IWF** prognostizierte für den Zeitraum 2023 bis 2028 eine jährliche durchschnittliche Inflationsrate von 2,9% für Deutschland.

Die in der **Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen** implizierte Inflationserwartung beträgt 2,29% (10-jährige deutsche Staatsanleihen) resp. 2,39% (25-jährige deutsche Staatsanleihen).



Insgesamt ergibt sich somit das nachstehende Bild:

MS Industrie AG

Wachstumsabschlag

Inflationsrate | Prognose

Verbraucherpreisindex (VPI) | Gesamtindex

Europäische Zentralbank

Ziel-Inflationsrate als geldpolitisches Stabilitätsziel **2,00%**

Deutsche Bundesbank | Stand Dezember 2023

2023	7,20%
2024	4,10%
2025	2,80%
Arithmetisches Mittel	4,70%

IMF World Economic Outlook für Deutschland | Stand April 2023

2023	6,19%
2024	3,08%
2025	2,26%
2026	2,13%
2027	1,99%
2028	1,96%
Arithmetisches Mittel	2,94%

Implizierte Inflationserwartung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen | Stand April 2023

10-jährige Staatsanleihen	2,29%
25-jährige Staatsanleihen	2,39%
Arithmetisches Mittel	2,34%

Quellen: International Monetary Fund, Deutsche Bundesbank, Europäische Zentralbank, Bloomberg

Bewertungsfall

Bezogen auf das Bewertungsobjekt gehen wir davon aus, dass das Management inflationsbedingte Kostensteigerungen in der Phase der ewigen Rente zu großen Teilen auf die Kunden abwälzen können wird.

Vor diesem Hintergrund haben wir im Rahmen der vorliegenden Ertragswertermittlung eine **unternehmensspezifische Inflationsrate** in der Phase der ewigen Rente von **1,0%** gutachterlich berücksichtigt.

Finanzmathematisch haben wir die inflationsbedingte, nachhaltige Wachstumsrate wie folgt als Abschlag im Kapitalisierungszinssatz erfasst:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \sum_{i=1}^t \frac{FÜ(1+w)^{i-1}}{(1+k)^i} = \frac{FÜ}{k-w}$$

FÜ = finanzieller Überschuss

K = Kapitalkosten

W = Wachstum

Zur Finanzierung des inflationsbedingten Wachstums in der Phase der ewigen Rente haben wir eine Thesaurierung berücksichtigt, die aus dem Finanzierungsbedarf nachhaltig inflationsbedingt wachsender Aktiva und Passiva resultiert. Wir verweisen diesbezüglich auf unsere vorstehenden Ausführungen im Abschnitt "Nachhaltige Thesaurierung zur Finanzierung des Wachstums"

Abschließend weisen wir darauf hin, dass zwischen dem risikolosen Basiszinssatz und dem Wachstumsabschlag Interdependenzen dahingehend bestehen, dass die Anwendung der **Svensson-Methode** voraussetzt, dass die nachhaltige Wachstumsrate den aus der für den Basiszinssatz relevanten Zins aus der Strukturkurve im Jahr 30 übersteigt. Diese Voraussetzung ist vorliegend durch den Ansatz der unternehmensspezifischen Inflationsrate 1,0% erfüllt.

(vgl.: IDW: F&A zu IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 08.02.2017, Anlage zu Frage 3.2.)



6.5 Finanzierung des inflationsbedingten Wachstums in der Phase der ewigen Rente

Abschließend haben wir zur **Finanzierung** des inflationsbedingten Wachstums in der Phase der ewigen Rente eine entsprechende Thesaurierung berücksichtigt.

Hintergrund hierfür ist, dass das vorstehend beschriebene inflationsbedingte Wachstum der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente auch zu einem Anwachsen der bilanziellen Vermögenswerte und Schulden führt. (vgl.: WP-Handbuch 2014, , Tz. 400 ff.).

Im Einzelnen:

- Infolge der Verteuerung der (Ersatz-) Investitionen übersteigen die Investitionsbeträge in jeder Periode der ewigen Rente die anhand von historischen Anschaffungskosten ermittelten **Abschreibungen**.
- Aufgrund der Preissteigerungen der Umsatzerlöse und der Aufwendungen steigen auch der operative Forderungs- und Verbindlichkeitenbestand. Das inflationsbedingte **Anwachsen des Nettoumlaufvermögens** führt analog zu einem Finanzierungsbedarf.

Werden die finanziellen Überschüsse - wie im vorliegenden Fall - anhand von handelsrechtlichen Ergebnissen abgeleitet, ergibt sich insofern eine **Finanzierungslücke in der Phase der ewigen Rente**, da aus der Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierungen eine fiktive Vollausschüttung der Gewinne folgt.

Ohne die Berücksichtigung eines entsprechenden Thesaurierungsbetrages würde insofern das geplante Wachstum vollständig von den Fremdkapitalgebern finanziert werden, die bilanzielle Eigenkapitalquote des Unternehmens langfristig gegen Null streben und der Verschuldungsgrad nach Marktwerten zu nachhaltig steigenden Kapitalkosten führen.

(vgl.: Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, 2009, S. 104, Saur/Tschöpel/Wiese/Willershausen, Finanzieller Überschuss und Wachstumsabschlag im Kalkül der ewigen Rente – Ein Beitrag zur Umsetzung aktueller Erkenntnisse in die Praxis der Unternehmensbewertung, WPg 2011, S. 1017 ff.)

Bei wachsenden finanziellen Überschüssen ist die Annahme einer (fiktiven) Vollausschüttung somit nicht mit der Annahme eines Gleichgewichtszustands hinsichtlich der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage des Unternehmens vereinbar, sodass eine **Thesaurierung der Finanzierung des inflationsbedingten Wachstums** in Abzug zu bringen ist.

(vgl.: Stellbrink, Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 254)

Bewertungstechnisch erfolgt dies durch den Abzug einer inflationsbedingten (Wachstums-)Thesaurierung in Höhe des **Wachstumsabschlages, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital** (abzüglich Geschäfts- oder Firmenwert und Finanzanlagen sowie anderer Bilanzpositionen, die keinem ewigen Wachstum unterliegen) **zum Ende der Detail- bzw. Konvergenzplanungsphase**.

(vgl.: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 2020, Tz. 1036)



6.6 Ableitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze

Die Herleitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze stellt sich somit wie folgt dar:

MS Industrie AG

Periodenspezifische Kapitalisierungszinssätze
Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S1

TEUR		2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	ewige Rente Plan
Basiszinssatz vor persönlicher Ertragsteuer	(gerundet)	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%
ab: persönliche Ertragsteuer	(natürliche Person, typisiert)	-0,59%	-0,59%	-0,59%	-0,59%	-0,59%
Basiszinssatz nach persönlicher Ertragsteuer (1)		1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%
Marktrisikoprämie nach persönlicher Ertragsteuer	(natürliche Person, typisiert)	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor	(Equity Beta, unverschuldet)	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
Marktwert Eigenkapital	(jeweils zum 01.01.)	43.265	45.832	46.296	45.492	44.094
Marktwert Netto-Finanzverbindlichkeiten zum 01.01.	(jeweils zum 01.01.)	46.340	46.387	44.193	39.557	31.475
Verschuldungsgrad	(Marktwerte)	107,11%	101,21%	95,46%	86,95%	71,38%
Betafaktor verschuldet		2,01	1,95	1,90	1,81	1,66
Risikozuschlag (2)		11,55%	11,22%	10,90%	10,43%	9,56%
Wachstumsrate (3)						1,00%
Periodenspezifischer Kapitalisierungszinssatz (1) + (2) - (3)		13,21%	12,88%	12,56%	12,08%	10,22%

Rein vorsorglich und ungeachtet der nachfolgenden Sensitivitätsanalysen weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem insgesamt unrealistischen Kapitalisierungszinssatz und in der Folge zu einem unrealistischen Unternehmenswert führen kann.

(vgl. OLG Frankfurt, 24.11.2011, 21 W 7/11, Tz. 40 (juris)).

Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart ausführt

(vgl.: OLG Stuttgart, 17.10.2011, 20 W 7/11, Tz. 188 (juris)).



7 Unternehmenswert

7.1 Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens

Die erwarteten Nettoausschüttungen des Bewertungsobjektes einerseits und die den Eigenkapitalgebern fiktiv unmittelbar zugerechneten Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits sind als **Nettoeinnahmen der Eigenkapitalgeber** auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen.

Nettoeinnahmen der Eigenkapitalgeber stellen sich auf Grundlage der vorstehend dargestellten Planungsrechnung für Bewertungszwecke sowie der typisierten Steuerbelastung wie folgt dar:

MS Industrie AG

Nettoeinnahmen der Eigenkapitalgeber
Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S1

TEUR	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	ewige Rente Plan
Jahresüberschuss /-fehlbetrag	3.626	6.264	7.624	7.942	6.624
zzgl.: Entnahme aus Gewinnrücklagen	0	0	0	0	0
abzgl.: Thesaurierung durch Einstellung in Gewinnrücklagen	0	0	0	0	0
abzgl.: Thesaurierung für Innen-/Wachstumsfinanzierung	0	0	0	0	0
Ausschüttungsfähiger Zahlungsmittelüberschuss	3.626	6.264	7.624	7.942	6.624
<i>nachrichtlich: Ausschüttungsquote (Basis: Vorjahresgewinn, ewige Rente: nachhaltiges Ergebnis)</i>	0%	0%	0%	0%	50%
Wertbeitrag aus Ausschüttung vor persönlichen Ertragsteuern	0	0	0	0	3.312
<i>davon steuerfreie Einlagenrückgewähr</i>	0	0	0	0	0
<i>davon steuerpflichtige Ausschüttung</i>	0	0	0	0	3.312
<i>nachrichtlich: Ertragsteuersatz auf Ausschüttung (ESt, SolZ)</i>	26,375%	26,375%	26,375%	26,375%	26,375%
abzgl.: Ertragsteuer auf Ausschüttung	0	0	0	0	-874
Wertbeitrag Ausschüttung nach Ertragsteuer (1)	0	0	0	0	2.438
<i>nachrichtlich: Wiederanlagequote (über Innen-/Wachstumsfinanzierung hinaus)</i>	100%	100%	100%	100%	50%
Thesaurierung über Innen-/Wachstumsfinanzierung hinaus	3.626	6.264	7.624	7.942	3.312
abzgl.: inflationsbedingte Thesaurierung (ewige Rente)					-932
Wertbeitrag aus Thesaurierung vor persönlicher Ertragsteuer	3.626	6.264	7.624	7.942	2.380
<i>nachrichtlich: Ertragsteuersatz auf Ausschüttung (ESt, SolZ)</i>	13,1875%	13,1875%	13,1875%	13,1875%	13,1875%
abzgl.: persönliche Ertragsteuer auf Thesaurierung	-478	-826	-1.005	-1.047	-314
Wertbeitrag aus Thesaurierung nach Ertragssteuer (2)	3.148	5.438	6.619	6.895	2.066
Negativer Wertbeitrag aus geplanten Einlagen (3)	0	0	0	0	0
Nettoeinnahmen der Eigenkapitalgeber (1) + (2) + (3)	3.148	5.438	6.619	6.895	4.504



Zur Ermittlung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens sind sodann die Nettoeinnahmen der Eigenkapitalgeber in einem zweiten Schritt mit den vorstehend dargestellten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen.

Für die **Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen** sind wir davon ausgegangen, dass die Gewinnausschüttungen zum Geschäftsjahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge wurden folglich vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres auf den technischen Bewertungsstichtag (hier: 01.01.2023) abgezinst. Diese Vorgehensweise deckt sich mit der Rechtsprechung des OLG Stuttgart, das auch hinsichtlich des Wertbeitrags aus Thesaurierung darauf verweist, dass die Unternehmensbewertung nicht alleine auf tatsächliche Zahlungszuflüsse abstellt.

(vgl. OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/09, AG 2008, S. 510, 515)

Die **Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen in der Phase der ewigen Rente** erfolgte ebenfalls auf den technischen Bewertungsstichtag (hier: 01.01.2023).

Der jeweilige **prognostizierte Ausschüttungsbetrag** ist dabei jeweils auf den Beginn des Geschäftsjahres abzuzinsen. Entsprechend wird mit den weiteren Planergebnissen verfahren, sodass sich der Ertragswert als Wertkomponente auf den technischen Bewertungsstichtag, mithin den Beginn des ersten Planjahres 2023 darstellt. In einem zweiten Schritt erfolgt dann die Aufzinsung auf den unterjährigen Bewertungsstichtag (hier: 14.05.2023). (vgl.: BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 631)

Dies vorausgeschickt ergibt sich ein Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der MS Industrie AG zum 14.05.2023 von **TEUR 45.000**:

MS Industrie AG

Zukunftserfolgswert des betriebsnotwendigen Vermögens Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S1

TEUR	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	ewige Rente Plan
Nettoeinnahmen der Eigenkapitalgeber (laufendes Jahr)	3.148	5.438	6.619	6.895	4.504
Barwerte jeweils zum 31.12.	45.832	46.296	45.492	44.094	
Zwischensumme Kapitalisierung	48.980	51.735	52.110	50.989	4.504
<i>Periodenspezifischer Kapitalisierungszinssatz</i>	13,2%	12,9%	12,6%	12,1%	10,2%
Barwertfaktor für das jeweilige Jahr	0,8833	0,8859	0,8884	0,8922	9,7892
Barwerte jeweils zum 01.01.	43.265	45.832	46.296	45.492	44.094
Zukunftserfolgswert per 01.01.2023	43.265				
<i>Aufzinsungsfaktor (geometrische Aufzinsung)</i>	1,0485				
Zukunftserfolgswert per 14.05.2023 (gerundet)	45.000				



7.2 Gesondert zu bestimmende Wertbeiträge

7.2.1 Rechtliche Grundlagen

Im Ertragswert eines Unternehmens können nur solche wertbildenden Faktoren sachgerecht erfasst werden, die durch laufende Zahlungsströme wertmäßig zutreffend abgebildet werden können (**betriebsnotwendiges Vermögen**).

Wenn ein Unternehmen über Vermögen verfügt, das frei veräußert werden kann, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird ("**nicht betriebsnotwendiges Vermögen**"), oder Sondertatbestände vorhanden sind, die bei der Ableitung des Ertragswerts keine Berücksichtigung gefunden haben, dann ist dieses Vermögen gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 i.d.F. 2008 einer gesonderten Bewertung zu unterziehen und bei der Ableitung des Unternehmenswerts dem Ertragswert hinzuzurechnen.

(vgl.: IDW S1, Tz. 59 ff.)

Dies gilt insbesondere für nicht betriebsnotwendiges Vermögen, vorhandene steuerliche Verlustvorträge sowie für Synergieeffekte. Bei Kapitalgesellschaften ist (bei unmittelbarer Typisierung) zudem die Wertrelevanz des steuerlichen Einlagekontos zu untersuchen.



7.2.2 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Vorbemerkung

Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen verfügt ein Unternehmen häufig auch über nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Solche Vermögensteile können frei veräußert werden, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (**funktionales Abgrenzungskriterium**).

Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens zum Zukunftserfolgswert müssen die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung und unter Berücksichtigung der Verwendung freigesetzter Mittel gesondert bewertet werden.

Sofern der Liquidationswert dieser Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkungen einer Veräußerung den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt, stellt nicht die anderenfalls zu unterstellende Fortführung der bisherigen Nutzung, sondern die Liquidation die vorteilhaftere Verwertung dar.

Für die Ermittlung des Gesamtwerts ist dann der Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dem Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen.
(vgl.: vorstehend insgesamt: IDW S 1, Tz. 59 f.)

Bewertungsfall

Bei der MS Industrie AG erfüllt die nachstehende Vermögenspositionen das funktionale Abgrenzungskriterium des nicht betriebsnotwendigen Vermögens:

- Geschäftsanteile an der Deutsche Elektromotoren Holding GmbH
- Geschäftsanteile an der GCI Management Consulting GmbH
- Geschäftsanteile an der GCI Management GmbH
- Geschäftsanteile an der Grondola Vermietungsgesellschaft mbH & Co. Objekt Trossingen KG
- Geschäftsanteile an der MR3W Solarpark Leipzig GmbH & Co. KG
- Geschäftsanteile an der MS Real Estate GmbH & Co. KG

Die Bewertung der vorstehenden Geschäftsanteile erfolgt mit den für Zwecke des Konzernabschlusses der MS Industrie AG zum 31.12.2022 ermittelten Fair Values nach IFRS 9:

MS Industrie AG

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen
Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S1

TEUR	
Geschäftsanteile an der Deutsche Elektromotoren Holding GmbH	2.389
Geschäftsanteile an der GCI Management Consulting GmbH	26
Geschäftsanteile an der GCI Management GmbH	63
Geschäftsanteile an der Grondola Vermietungsgesellschaft mbH & Co. Objekt	10
Geschäftsanteile an der MR3W Solarpark Leipzig GmbH & Co. KG	165
Geschäftsanteile an der MS Real Estate GmbH & Co. KG	733
Summe	3.386



7.2.3 Steuerliche Verlustvorträge

Grundsatz

Steuerliche Verlustvorträge nach § 8 Abs. 1 Satz 1 KStG, § 10a GewStG i.V.m. § 10d Abs. 2 EStG, haben einen zu diskontierenden Verkehrswert. Werden künftige Gewinne mit dem Verlustvortrag verrechnet, so entfallen insoweit Gewerbe- und Körperschaftsteuer. Deshalb wirkt ein Verlustvortrag grundsätzlich werterhöhend.

(vgl.: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 2020, Tz. 1123 ff.)

Die Literaturmeinung geht hierbei davon aus, dass es sich aus **Transparenzgründen** anbieten kann, ausgewählte Sachverhalte wie Wertbeiträge aus steuerlichen Verlustvorträgen als Sonderwert in der Bewertung zu berücksichtigen, mithin diese Sachverhalte außerhalb der eigentlichen Unternehmensbewertung, die bspw. mit einem Zukunftserfolgswertverfahren erfolgt, gesondert zu bewerten und zum Unternehmenswert zu addieren. (vgl.: WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 86)

Bewertungsfall

Im vorliegenden Fall haben wir die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge in der Planung vollständig berücksichtigt, so dass diesen zur Vermeidung einer Doppelberücksichtigung **kein Sonderwert** beizumessen ist.



7.2.4 Steuerliches Einlagenkonto

Grundsatz

Für jede Kapitalgesellschaft wird das steuerliche Einlagekonto festgestellt. Grundsätzlich beinhaltet das steuerliche Einlagekonto den Betrag der Einlagen, der über das Stammkapital bzw. gezeichnete Kapital der Gesellschaft hinausgeht. Dieses Einlagekonto wird außerhalb von Handels- und Steuerbilanz – allein für steuerliche Zwecke – geführt und ausgehend vom Bestand des vorangegangenen Wirtschaftsjahres, unter Berücksichtigung der Zu- und Abgänge, zum Ende des Wirtschaftsjahres gesondert festgestellt. Eine Erhöhung des steuerlichen Einlagekontos kann sich unter anderem durch verdeckte Einlagen, eine **Einzahlung in die Kapitalrücklage** oder aber auch eine Minderabführung bei einer Organschaft ergeben.

Reduziert werden kann das steuerliche Einlagekonto hingegen bspw. durch eine Mehrabführung bei einer Organschaft, eine Rückzahlung von Kapitalrücklagen oder durch **Ausschüttungen, die den ausschüttbaren Gewinn übersteigen**. Letztgenannter Punkt ist für die Unternehmensbewertung relevant, da derjenige Betrag, der den ausschüttbaren Gewinn übersteigt – und damit das steuerliche Einlagekonto mindert –, beim Empfänger keine Einkünfte aus Kapitalvermögen darstellt. Hierdurch ergibt sich, dass diese Beträge auf Anteilseignerebene nicht der Besteuerung unterliegen.

Zu beachten ist hierbei, dass es sich bei der **steuerfreien Ausschüttung** lediglich um eine **Steuerstundung** handelt. Hintergrund ist, dass die Ausschüttungen die ursprünglichen Anschaffungskosten des Empfängers mindern. Vor dem Hintergrund der Steuerstundung ist die Haltedauer von großer Bedeutung für die Unternehmensbewertung, denn je länger die Haltedauer der Anteile ist, desto höher ist der Stundungseffekt. Gem. IDW S 1 wird regelmäßig von langen, wenngleich nicht unendlichen Haltedauern ausgegangen. Dies hat zur Folge, dass, solange kein bzw. ein zu geringer ausschüttbarer Gewinn vorliegt, aus dem steuerlichen Einlagekonto (im ersten Schritt) steuerfrei ausgeschüttet wird. Bei der Erstellung der Unternehmensplanung ist daher nicht nur auf die zutreffende Ermittlung der zu diskontierenden Ertragsüberschüsse zu achten, ebenso sind die Steuervorteile durch die Nutzung des Einlagekontos zu berücksichtigen.

In der **Praxis** wird dies insofern berücksichtigt, als für diejenigen Beträge, die aus dem steuerlichen Einlagekonto steuerfrei ausgeschüttet werden, keine Steuerbelastung anzusetzen ist. Dem steht die Steuerbelastung gegenüber, die sich durch die Veräußerung der Anteile ergibt. Den zunächst steuerfreien Ausschüttungen steht daher eine höhere Besteuerung in der Zukunft gegenüber, da die Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto die Anschaffungskosten bei dem Anteilseigner mindern und insofern den späteren Veräußerungsgewinn erhöhen. (vgl. vorstehend insgesamt: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2017, S. 1103 ff.)

Bewertungsfall

Im vorliegenden Fall wird das steuerliche Einlagekonto der MS Industrie AG basierend auf der der Bewertung zu Grunde liegenden Planungsrechnung nicht genutzt werden können, da die geplanten Ausschüttungen den steuerlich ausschüttbaren Gewinn nicht übersteigen.

Dem steuerlichen Einlagekonto ist somit **kein gesonderter Wert** beizumessen.

Auf unsere vorstehenden Ausführungen zu den steuerlichen Verlustvorträgen wird verwiesen.



7.2.5 Synergien

Grundsatz

Synergieeffekte werden in der betriebswirtschaftlichen Literatur definiert als die *"Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen."*

(vgl.: IDW S 1, Tz. 33)

Der IDW differenziert darüber hinaus in sog. **unechte und echte Synergieeffekte**. Unechte Synergieeffekte sind nach IDW S 1 dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.

(vgl.: IDW S 1, Tz. 34)

Diese vom IDW gewählte Formulierung könnte so verstanden werden, dass **unechte Synergieeffekte** auch realisiert werden können, wenn keine Kooperation zustande käme, mithin das Bewertungsobjekt echte Synergieeffekte auch "stand alone" erzielen könnte.

Das ist nicht der Fall. Synergieeffekte im Sinne des IDW S 1 (sowohl echte als auch unechte) bedingen stets mindestens einen Kooperationspartner. Die Betonung liegt weniger auf dem Begriff "ohne Durchführung", sondern vielmehr auf dem Ausdruck "dem Bewertungsanlass zugrunde liegende[n] Maßnahme". Mit anderen Worten kommen unechte Synergieeffekte auch dann zustande, wenn nicht der konkret vorliegende Bewertungsanlass durchgeführt wird. Unechte Synergieeffekte lassen sich mit einer Vielzahl unterschiedlicher Kooperationspartner realisieren. D.h. unechte Synergieeffekte sind nicht dem Bewertungsanlass, sondern dem Bewertungsobjekt immanent. Die bewertungsrelevante Synergie stiftende Maßnahme muss hierbei im Unternehmenskonzept zudem regelmäßig bereits verankert, dokumentiert oder zumindest konkret eingeleitet sein.

(vgl.: ebenda)

Was unter **echten Synergien** zu verstehen ist, definiert IDW S 1 nicht direkt. Die Bestimmung von echten Synergien erfolgt vielmehr in Form einer Negativabgrenzung von unechten Synergieeffekten. Bei echten Synergieeffekten handelt es sich somit um Synergieeffekte, die im Rahmen eines bestimmten, d.h. konkreten Bewertungsanlasses realisiert werden können bzw. käufer- respektive verkäuferindividuell sind.

(vgl.: Fleicher/Hüttemann, Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Tz. 16.7)

Bewertungsfall

Im vorliegenden Fall konnten wir durch die bewertungsrelevante Strukturmaßnahme keine positiven sowie negativen unechten Synergieeffekte identifizieren, die bei der Bewertung der MS Industrie AG zu berücksichtigen wären.



7.2.6 Gesamtbetrachtung

Insgesamt betragen somit die im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts gem. IDW S 1 der MS Industrie AG zu berücksichtigenden Sonderwerte rund TEUR 2.500:

MS Industrie AG

Sonderwerte
Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S1

TEUR	
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	3.386
Verlustvorträge	0
Steuerliches Einlagenkonto	0
Synergien	0
abzgl.: Ertragsteuersatz auf Ausschüttung (ESt, SolZ)	-893
Summe (gerundet)	2.500



7.3 Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S1 zum 14.05.2023

Der objektivierte Unternehmenswert der MS Industrie AG zum 14.05.2023 entspricht der Summe des Zukunftserfolgswert und der Sonderwerte:

MS Industrie AG

Unternehmenswert zum 14.05.2023
Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S1

TEUR

Zukunftserfolgswert	45.000
Sonderwerte	2.500
Unternehmenswert gem. IDW S 1	47.500

Der objektivierte Unternehmenswert der MS Industrie AG gem. IDW S 1 zum 14.05.2023 beträgt somit:

TEUR 47.500



7.4 Objektivierter Wert gem. IDW S 1 je Aktie der MS Industrie AG zum 14.03.2023

Der objektivierte Wert je Aktie der MS Industrie AG zum 14.03.2023 entspricht dem quotalen Anteil des jeweiligen Eigenkapitalgebers am objektivierten Gesamtwert des Unternehmens. Auf unsere Ausführungen in Abschnitt 2.9. des vorliegenden Berichts wird verwiesen. Die Berechnung stellt sich wie folgt dar:

MS Industrie AG

Wert je Aktie zum 14.05.2023
Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S1

Stk. | EUR

Unternehmenswert gem. IDW S 1		47.500.000
Anzahl begebener Aktien	30.000.000	
ab: von der MS Industrie AG gehaltene (eigene) Aktien	-30.789	29.969.211
Unternehmenswert gem. IDW S 1 pro Aktie [EUR / Aktie]		<u>1,58</u>

Der objektivierte Wert einer Aktie der MS Industrie AG gem. IDW S 1 zum 14.05.2023 beträgt somit:

EUR 1,58



7.5 Sensitivitäten

Aufgrund des derzeit volatilen Kapitalmarktumfeldes und der sich hieraus eventuell bis zum Tag des Ablaufens der Angebotsfrist ergebenden Veränderungen haben wir eine Sensitivierung verschiedener Parameter vorgenommen.

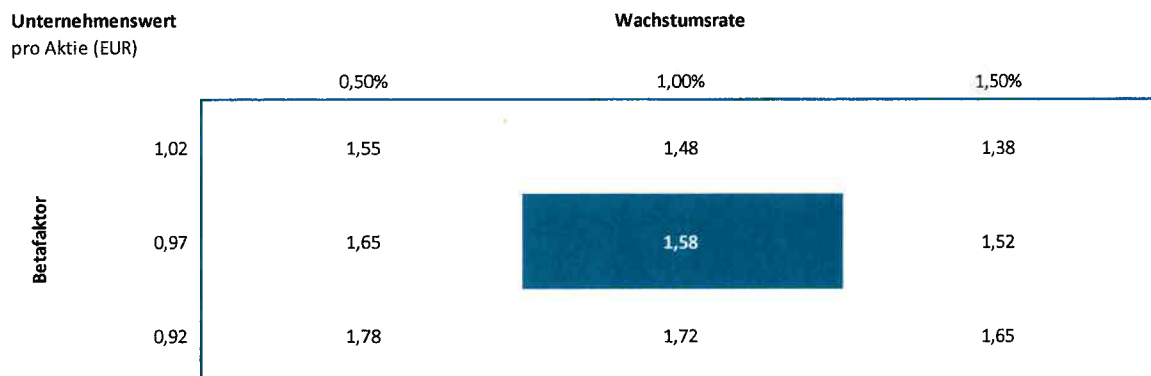
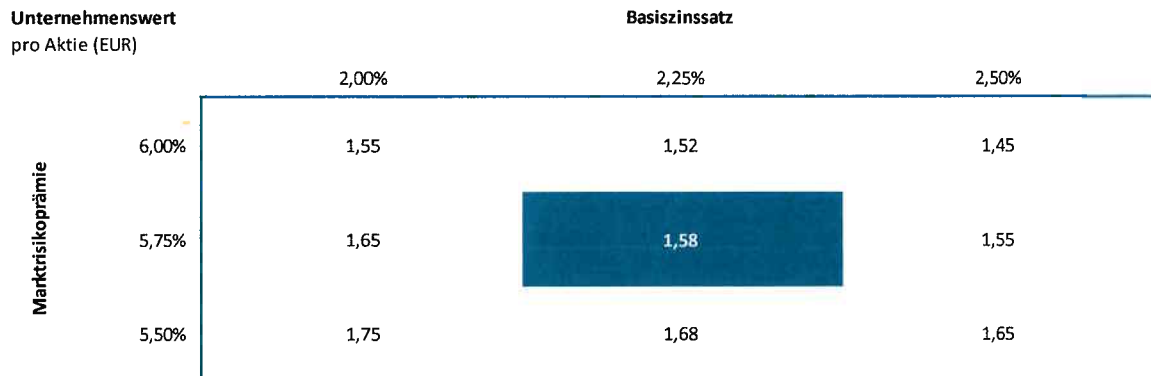
Im Rahmen dieser Analyse haben wir:

- den Basiszinssatz und die Marktrisikoprämie um +/- 0,25% - Punkte variiert
und
- den Betafaktor um +/- 0,05 und den Wachstumsabschlag um +/- 0,50% - Punkte variiert.

Aus dieser Sensitivierung ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie zwischen EUR1,78 und EUR 1,38:

MS Industrie AG

Sensitivitätsanalyse
Objektivierter Unternehmenswert gem. IDW S1



Wir weisen vorsorglich darauf hin, dass die vorstehenden Sensitivitätsüberlegungen und die hieraus rechnerisch abgeleiteten Werte nur zu Informationszwecken dienen. Die sich rechnerisch ergebenden Werte sind nicht dahingehend zu interpretieren, dass sie für sich einen angemessenen Unternehmenswert darstellen und somit in einem Widerspruch zu unserem Bewertungsergebnis stehen.



8 Analyse des Börsenkurses und der Vorerwerbe

8.1 Börsenkurs (BGH-Beschluss vom 21.02.2023)

In seinem Beschluss vom 21.02.2023 (II ZB 12/21) in der Rechtssache TLG/WMC hat der BGH festgestellt, dass der Börsenwert einer Gesellschaft (und damit der Kurs pro Aktie) geeignet sein kann, sowohl deren bisherige Ertragslage als auch deren künftige Ertragsaussichten im Einzelfall hinreichend abzubilden und kann daher Grundlage für den gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG zu bestimmenden angemessenen festen Ausgleich sein.

Der BGH hat damit erstmals in dieser Deutlichkeit auf die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses abgestellt und auf die gerichtliche Analyse des Ertragswertes verzichtet.

Der Beschluss basiert im Wesentlichen auf der – von Wissenschaft und Lehre u.E. zurecht abgelehnten – Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt. Ein strenger allokatons- und informationseffizienter Kapitalmarkt sei hierzu nach Auffassung des BGH **nicht** erforderlich.

Die Frage der Eignung der Bewertungsmethode (d.h. z. B.: Ertragswertverfahren vs. Börsenkurs) sei im Einzelfall Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts und entsprechend der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu beurteilen.

Der BGH führt hierfür in seinem Beschluss die nachstehenden Analysehandlungen an:

- Liquiditätsmaße (besonderer Fokus auf Bid-Ask-Spread)
- Informationsgefälle zwischen Marktteilnehmern und Unternehmensleitung
- Mögliche Kursbeeinflussung durch Übernahmeangebot
- Originärer Betafaktor

Hierzu ist im Einzelnen was folgt festzustellen:

Analyse der Liquidität bzw. Liquiditätsmaße

Unstrittig ist, dass die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AV für eine Würdigung der Aussagekraft des Börsenkurses als Maßstab für den "wahren Wert" nicht ausreichen.

Eine ergänzende Beurteilung von (verschiedenen) Liquiditätsmaßen ist erforderlich; genannt werden in der Rechtsprechung (zur Eignung des originären Betafaktors) u.a.

- absolute bzw. relative Geld-Brief-Spanne
(*hervorgehoben im Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt 26.04.2021 – 21 W 139/19*)
- Free Float
- Handelsquote
- Handelsvolumen
- Handelsumsatz
- Handelstage.

Bezüglich der relativen **Geld-Brief-Spanne** kann festgestellt werden, dass In der Rechtsprechung zur Aussagekraft originärer Betafaktoren werden häufiger Schwellenwerte von 1,0 % bis 1,25 % genannt werden. Ferner ist zu konstatieren, dass sich der marktwertgewichtete Mittelwert der Geld-Briefspannen im CDAX im Zeitraum vom 01.04.2018 bis zum 30.03.2023 lediglich 0,17% betrug
(*nachrichtlich*: Median: 0,97%; 1. Quartil: 0,21%; 3. Quartil: 2,51)

Die Geld-Brief-Spanne der MSI-Aktie liegt bereits signifikant über diesen Werten.



Bezüglich des **Handelsumsatzes** kann festgestellt werden, dass:

- in der Rechtsprechung zur Aussagekraft originärer Betafaktoren häufiger Schwellenwerte von TEUR 115 pro Tag genannt werden.
- die Deutsche Börse AG eine Aktie als "hinreichend liquide" definiert bei einem tagesdurchschnittlichem Orderbuchumsatz von mindestens EUR 2,5 Mio.
- die BaFin (seit dem Beschluss des OLG Frankfurt a.M. v. 11.01.2021, WpÜG 1/20) davon ausgeht, dass Aktien als Gegenleistung im Rahmen eines öffentlichen Tauschangebots dann hinreichend liquide sind, wenn sie täglich gehandelt werden und der Streubesitz nicht weniger als EUR 500 Mio. beträgt. Zudem darf entweder die durchschnittliche tägliche Zahl der Geschäfte mit dieser Aktie nicht unter 500 liegen oder der durchschnittliche Tagesumsatz nicht unter EUR 2 Mio. liegen.

Im vorliegenden Bewertungsfall kann festgestellt werden, dass der Handelsumsatz der MSI-Aktie nicht auch nur ansatzweise die vorstehenden Werte erreicht.

Analyse eines potenziellen Informationsgefälles zwischen Gesellschaft und Marktteilnehmern

Hier sind insbesondere die nachstehenden Fragen zu adressieren:

- Liegen umfangreiche marktbezogene Informationspflichten vor (z.B. Prime Standard, Ad-hoc Pflichten, Quartalsmitteilungen)?
- Beobachtung durch externe Analysten?
- Spiegeln sich die Erwartungen des Managements, die in der Unternehmensplanung reflektiert sind, in den Analystenprognosen wider?

Im vorliegenden Bewertungsfall sind die ersten beiden Punkte (positiv) erfüllt. Allerdings ist der letzte Punkt ganz offensichtlich nicht erfüllt.

Analyse einer möglichen Kursverzerrung i.S.e. Abkopplung der Kursentwicklung von der operativen Entwicklung der Gesellschaft

Hier sind insbesondere die nachstehenden Analysehandlungen vorzunehmen:

- Analyse der Aktienkurse über längere Zeiträume im Vorfeld der Ankündigung der Strukturmaßnahme
- Vergleich mit Branchen-/Marktentwicklungen (Indizes, Peer Group, Entwicklung originäres Beta) als Indikation für ein mögliche Abkopplung
- Analyse, ob die Kurse auf unternehmensbezogene Informationen reagiert haben
- Analyse einer "faktischen Beherrschung" (vergleichbar mit "Conflict Transactions" in den USA) und Anreizeffekten

Im vorliegenden Bewertungsfall ist zu konstatieren, dass die MSI-Aktie sich, seit mehreren in einem Kurskorridor befindet und sehr preisunelastisch auf Ereignisse reagiert hat.

Zwischenergebnis:

Der Börsenkurs der Aktie der MS Industrie AG erfüllt nicht die vom BGH in Beschluss vom 21.02.2023 vorgegebenen Relevanzmerkmale.



8.2 Vorerwerbe

Im vorliegenden Bewertungsfall stellt sich die **Erwerbshistorie der Bieterin** wie folgt dar:

November 2020	185.000 Aktien zu EUR 1,62
Mai 2022	52.531 Aktien zu EUR 1,45
August 2022	4.000 Aktien zu EUR 1,48

Der **Durchschnittskurs** der Bieterin für die insgesamt erworbenen 241.531 Aktien der MS Industrie AG beträgt somit **EUR 1,58**.

Das **Bundesverfassungsgericht** hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Abfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem "wahren" Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben. Dies gilt in analoger Auslegung auch bei der Ermittlung einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre gemäß § 327b AktG.

Die subjektiven Erwägungen eines Aktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, hätten für Dritte keine Bedeutung. Dieser Auffassung folgen die ganz herrschende Meinung in der Literatur und die höchstrichterliche Rechtsprechung.

Eine vergleichbare Entscheidung hat der **Europäische Gerichtshof** am 15. Oktober 2009 getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird.

Neuere Rechtsprechung bestätigt die Sicht des BVerfG, so hat der **Bundesgerichtshof** in seiner Stollwerk-Entscheidung vom 19. Juli 2010 ausdrücklich erklärt, dass die angemessene Abfindung sich nicht an den Preisen orientieren müsse, die vom Mehrheitsaktionär anderen Aktionären gezahlt werden oder wurden und sich zur Begründung auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 bezogen.

Auch das **OLG Stuttgart** hat in seinem Beschluss vom 4. Mai 2011 (20 W 11/08) entschieden, dass Vorerwerbe seitens des Mehrheitsaktionärs nicht maßgeblich für die Bemessung der Barabfindung sind.

Das **OLG Frankfurt** hat in seinem Beschluss vom 13. September 2021 festgestellt, dass Vorerwerbspreise für die Bemessung der angemessenen Abfindung in der Regel keine Rolle spielen und der Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen als Marktpreisen im Rahmen der Schätzung nach § 287 ZPO im Einzelfall aber nichts entgegensteht, insbesondere soweit ein erhöhter Preis beispielsweise aufgrund eines Paketzuschlags nicht festgestellt werden kann und keine große Entfernung zum Bewertungsstichtag besteht.

Zwischenergebnis:

Den im Rahmen von Vorerwerben gezahlten Preisen je Aktie der MS Industrie AG kommt bei der Ermittlung des Unternehmenswertes/des Angebotspreises keine rechtliche Bedeutung zu.



9 Abschließende Feststellung

Wir erstatten dieses Gutachten nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. festgestellten "*Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*" (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008 auf Grundlage der uns vorgelegten Unterlagen, erteilten Auskünften sowie eigenen Untersuchungshandlungen nach Maßgabe der im Einzelnen dargestellten Grundsätze.

Unsere Bewertungsarbeiten haben wir unabhängig und unparteiisch durchgeführt.

Den Wert einer Aktie der MS Industrie AG zu 14.05.2023 stellen wir fest mit:

EUR 1,58

München, den 10. Juni 2023

Treuhandgesellschaft Südbayern GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Vogt)

Wirtschaftsprüfer
Steuerberater

Zusatzqualifikationen:
Certified Valuation Analyst (CVA)

ANLAGE 1

Kontaktdaten

Treuhandgesellschaft Südbayern GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

WP/StB/CVA/FB/zertAR Dipl.-Kfm. Claus Vogt

Mannhardtstr. 3
80538 München

Telefon: (089) 21668-230 (Direkt)
Telefax: (089) 99950-249
E-Mail: vogt@tgs-wp.de
Internet: www.tgs-wp.de

ANLAGE 2

Allgemeine Auftragsbedingungen

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. unberechtigter 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 Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

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