PDF-VERSION

Bericht

über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 AktG anlässlich der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre

der

MEDION AG

Essen

auf die

Lenovo Germany Holding GmbH

Essen

Heidelberg
19. September 2024
587480

Inhaltsverzeichnis

Seite

A. Auftrag und Auftragsdurchführung 1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung 6
C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung 8
I. Angaben zur Angemessenheit der Bewertungsmethode 8
1. Grundsätzliche Vorgehensweise 8
2. Ertragswertverfahren 10
3. Liquidationswert 11
4. Multiplikator-Verfahren 12
5. Barwert der Ausgleichszahlungen 12
6. Börsenkurs 13
7. Prüfungsfeststellung 14
II. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen 15
1. Bewertungsobjekt 15
a) Rechtliche Grundlagen 15
b) Abgrenzung Bewertungsobjekt 16
c) Wirtschaftliche Grundlagen 16
d) Steuerliche Grundlagen 18
2. Markt- und Wettbewerbsumfeld 19
a) Vorbemerkungen 19
b) Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen 19
c) Spezifisches Markt- und Wettbewerbsumfeld 23
3. Vergangenheitsanalyse 46
a) Ertragslage 46
b) Bereinigungen der Ertragslage 50
c) Vermögens- und Finanzlage 51
4. Bewertungsstichtag 53
5. Ableitung der finanziellen Überschüsse der MEDION AG 54
a) Unternehmensplanung 54
i. Planungssystematik und -prozess 54
ii. Planungstreue 56
iii. Analyse der Planungsrechnung 57
b) Modifikationen Bewertungsgutachter und Bilanzplanung 64
c) Finanzergebnis 65
d) Ertragsteuern 65
e) Nachhaltiges Ergebnis 66
f) Wachstumsabschlag 67
g) Ausschüttungsannahmen 68

Inhaltsverzeichnis

Seite

h) Ertragsteuern der Anteilseigner 69
i) Ableitung des zu kapitalisierenden Ergebnisses 70
6. Kapitalisierungszinssatz 72
a) Grundlagen 72
b) Basiszinssatz 73
c) Marktrisikoprämie 75
d) Betafaktor 80
e) Angesetzter Kapitalisierungszinssatz 93
7. Ertragswert MEDION AG 94
8. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen 94
9. Unternehmenswert und Wert je Aktie 96
10. Plausibilisierung des Unternehmenswertes anhand von Multiplikatoren 97
11. Barwert der Ausgleichszahlungen 99
a) Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag 99
b) Relevanz des Barwertes der Ausgleichszahlungen 100
c) Kapitalisierung der Ausgleichszahlungen 100
i. Brutto-Ausgleichszahlung und Laufzeit 101
ii. Kapitalisierungszinssatz 102
iii. Weitere Methodik 104
iv. Abschließende Einschätzung zum Barwert der Ausgleichszahlungen 105
12. Börsenkurs 105
a) Vorbemerkungen 105
b) Kursentwicklung im Referenzzeitraum 108
c) Effektive Informationsbewertung nach Rechtsprechung 109
d) Effektive Informationsbewertung aus ökonomischer Sichtweise 111
e) Dreimonatsdurchschnittskurs 112
f) Fazit zum Börsenkurs 113
III. Besondere Schwierigkeiten der Bewertung 113
D. Festgelegte Barabfindung 114
E. Prüfungsergebnis und abschließende Erklärung 115

Bei den dargestellten Werten kann es zu Rundungsdifferenzen kommen, da Berechnungen mit den exakten Werten erfolgten.

FALK

Anlagenverzeichnis

Anlage 1:	Beschluss des Landgerichts Dortmund vom 18. Juli 2024
Anlage 2:	Verschuldete Betafaktoren und Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen
Anlage 3:	Allgemeine Auftragsbedingungen

Abkürzungsverzeichnis

a	actual
AAB	Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024
abs.	absolut
Abs.	Absatz
ACCC	Australian Competition & Consumer Commission
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AR	Augmented Reality
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
ARPU	Average Revenue per User
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BDO	BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
c. p.	ceteris paribus
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
COVID	Corona Virus Disease
CVA	Certified Valuation Analyst
d. h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cashflow
e.V.	eingetragener Verein
e	Estimates

Abkürzungsverzeichnis

EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EK	Eigenkapital
ESD	Electronic Software Distribution
eSIM	embedded Subscriber Identity Module
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUR	Euro
f.	folgende
FALK	FALK GmbH & Co KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	folgende
FK	Fremdkapital
GFU	Gesellschaft zur Förderung der Unterhaltungselektronik
GfK	Gesellschaft für Konsumforschung
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GoF	Geschäfts- oder Firmenwert
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GTAI	Germany Trade & Invest
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Abteilung B des Handelsregisters
i. d. F.	in der Fassung, in dieser Fassung
i. d. R.	in der Regel
IHK	Industrie- und Handelskammer
i. H. v.	in Höhe von
i. V. m	in Verbindung mit
IDC	International Data Corporation
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund
inkl.	inklusive
IoT	Internet of Things
ISIN	International Securities Identification Number
IW	Institut der deutschen Wirtschaft

Abkürzungsverzeichnis

KfH	Kammer für Handelssachen
KI	Künstliche Intelligenz
Lenovo GmbH	Lenovo Germany Holding GmbH
LG	Landgericht
lt.	laut
M2M	Machine-to-Machine
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Mio.	Million[en]
MNO	Mobile Network Operator
Mrd.	Milliarde
MRP	Marktrisikoprämie
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MVNO	Mobile Virtual Network Operator
Nr.	Nummer
o. Ä.	oder Ähnliches
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum
RBA	Reserve Bank of Australia
rd.	rund
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S&P	Standard&Poor´s
S.	Seite/Satz
sog.	so genannte/r
SolZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
StB	Steuerberater
Tz.	Textziffer
u. a.	unter anderem
US GAAP	US Generally Accepted Accounting Principles
u. U.	unter Umständen
UmwG	Umwandlungsgesetz

Abkürzungsverzeichnis

v.	von
vgl.	vergleiche
VR	Virtual Reality
WKN	Wertpapierkennnummer
WP	Wirtschaftsprüfer
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	WpÜG-Angebotsverordnung
XETRA	Exchange Electronic Trading
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
ZB	Beschwerden, Rechtsbeschwerden, weitere Beschwerden, Beschwerden gegen die Nichtzulassung der Revision nach dem Bundesentschädigungsgesetz
zzgl.	zuzüglich

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Am 13. Juni 2024 hat die MEDION AG im Rahmen einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt gegeben, dass die

Lenovo Germany Holding GmbH,
Essen

(im Folgenden auch „Lenovo GmbH“),

derzeit Aktien von rd. 98,06 % des maßgeblichen Grundkapitals an der

MEDION AG,
Essen

(im Folgenden auch „Gesellschaft“
und zusammen mit ihren Tochterunternehmen „MEDION AG-Konzern“),

hält. Gleichzeitig wurde mitgeteilt, dass die Lenovo GmbH nach § 327a ff. AktG verlangt, dass die Hauptversammlung der MEDION AG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (im Folgenden auch „Minderheitsaktionäre“) auf die Lenovo GmbH als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt („aktienrechtlicher Squeeze-out“).

Nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Hauptaktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Die Lenovo GmbH hält laut einer Depotbestätigung vom 11. September 2024 43.816.390 der insgesamt 48.418.400 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der MEDION AG. Die MEDION AG hält 3.736.970 eigene Anteile. Nach Abzug der eigenen Anteile entspricht der Anteil der Lenovo GmbH somit rd. 98,06 % am maßgeblichen Grundkapital der MEDION AG.

Die Ableitung der Höhe der Barabfindung beruht auf einer Unternehmensbewertung der MEDION AG, die im Auftrag der Lenovo GmbH von der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (im Folgenden auch „BDO“ oder „Bewertungsgutachter“), durchgeführt wurde.

Die zu gewährende Barabfindung wurde – ausgehend von der Bewertung von BDO – durch die Lenovo GmbH festgelegt.

Die Ausführungen von BDO zum Unternehmenswert der MEDION AG sowie die Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG sind im Bericht der Lenovo GmbH als Hauptaktionärin der MEDION AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der MEDION AG auf die Lenovo GmbH sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG vom 12. September 2024 (nachfolgend auch „Übertragungsbericht“ genannt) wiedergegeben.

Nach § 327c Abs. 2 S. 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

Auf Antrag der Lenovo GmbH wurde die FALK GmbH & Co KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Heidelberg (im Folgenden auch „FALK“), vom Landgericht Dortmund mit Beschluss vom 18. Juli 2024 gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 AktG zur sachverständigen Prüferin bestellt (Anlage 1). Die Lenovo GmbH hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung beauftragt.

Bei der Durchführung unserer Prüfung standen uns insbesondere folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Übertragungsbericht der Lenovo GmbH vom 12. September 2024
- Gutachtliche Stellungnahme von BDO zum Unternehmenswert zum 12. November 2024 und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der MEDION AG, Essen vom 12. September 2024 sowie vorangegangene Entwürfe (im Folgenden auch „Bewertungsgutachten“)
- Prüfungsberichte zu den Konzernabschlüssen der MEDION AG für die Geschäftsjahre 2021/22 bis 2023/24
- Geschäftsberichte der MEDION AG der Geschäftsjahre 2019/20 bis 2023/24
- Budgetplanung der MEDION AG für das Geschäftsjahr 2024/25 mit Stand vom 6. März 2024 einschließlich Detailinformationen und Erläuterungen zu einzelnen Posten
- Planungsrechnungen der MEDION AG für die Geschäftsjahre 2024/25 bis 2027/28 mit Stand vom 18. Juli 2024 einschließlich Detailinformationen und Erläuterungen zu einzelnen Posten
- Protokolle der Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen der MEDION AG der Kalenderjahre 2022 bis 2024
- Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Lenovo GmbH und der MEDION AG vom 25. Oktober 2011
- Einsichtnahme in ausgewählte wesentliche Verträge
- Satzung der MEDION AG in der Fassung vom 28. Dezember 2022

- Organigramm der MEDION AG vom 31. März 2024
- Steuerliche Unterlagen der MEDION AG
- Branchen- und Marktstudien
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters
- Öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ

Als Auskunftspersonen standen uns der Vorstand der MEDION AG sowie von diesem benannte Mitarbeiter des MEDION AG-Konzerns, die Geschäftsführung der Lenovo GmbH sowie Mitarbeiter des Bewertungsgutachters BDO zur Verfügung. Alle von uns erbetenen Auskünfte wurden erteilt.

Der Vorstand der MEDION AG sowie die Geschäftsführung der Lenovo GmbH haben uns gegenüber unter dem Datum dieses Prüfungsberichts eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass uns sämtliche für unsere Prüfung relevanten Informationen und Unterlagen zur Verfügung gestellt wurden und dass diese richtig sind.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW): Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i. d. F. 2008) zugrunde gelegt.

Wir haben unsere Prüfung vom 19. Juli 2024 bis zum Tag der Unterzeichnung dieses Prüfungsberichts insbesondere in unseren Büroräumen in Mannheim und Heidelberg sowie in den Büroräumen der MEDION AG in Essen durchgeführt. Unsere Prüfungsarbeiten haben wir somit vor Abschluss der Bewertungsarbeiten des Bewertungsgutachters aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von derartigen Prüfungen üblich und durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertung ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.

Am 19. Juli 2024 hat ein erstes Gespräch zwischen BDO und FALK stattgefunden, in dem BDO uns vor allem den Stand der Bewertung, den Zeitplan und erste Besonderheiten des Bewertungsobjekts erläutert hat. Ferner wurden die Modalitäten des Datenaustauschs besprochen.

Die angeforderten Daten sowie Arbeitspapiere zu Bewertungsparametern wurden uns im Wesentlichen von der BDO weitergeleitet sowie teilweise direkt von der MEDION AG zur Verfügung gestellt. Erste Daten wurden uns am 25. Juli 2024 bereitgestellt.

Die wesentlichen Gespräche – insbesondere zur Unternehmensplanung und zu wesentlichen Bewertungsparametern und zum Stand der Bewertung und Prüfung – haben über Videokonferenzsysteme oder in den Büroräumen der MEDION AG in Essen stattgefunden.

Wir haben die Erkenntnisse aus den Gesprächen, den vorgelegten Unterlagen der MEDION AG und den vorgelegten Arbeitspapieren der BDO unabhängig und eigenverantwortlich analysiert und gewürdigt.

Etwaige divergierende Auffassungen zwischen BDO und FALK wurden besprochen. Soweit auch nach den Gesprächen noch abweichende Auffassungen bestanden, haben wir die Bedeutung für die Angemessenheit der Barabfindung analysiert und unsere Sichtweise sowie die Bedeutung für die Angemessenheit der Barabfindung im Prüfungsbericht dargestellt.

Die bei der Prüfung eingesetzten verantwortlichen Mitarbeiter verfügen über die folgenden einschlägigen Qualifikationen:

- WP/StB Andreas Dörschell ist Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Diplom-Ökonom und seit mehr als 25 Jahren in der Bewertung von Unternehmen tätig. Er ist Mitglied im Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW. Er ist Mitautor der im IDW-Verlag erschienenen Werke „Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung“ sowie „Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung“.

- WP/StB Bastian Wenk ist seit mehr als 15 Jahren Wirtschaftsprüfer und Steuerberater. Er ist zudem seit rd. 10 Jahren in der Bewertung von Unternehmen und in der transaktionsnahen Beratung tätig. Seit 2018 ist er Certified Valuation Analyst (CVA).

- Dr. Gerrit Lütkeschümer ist seit rd. 15 Jahren im Bereich der Unternehmensbewertung tätig, wurde 2012 zu einem Thema im Bereich der Unternehmensbewertung promoviert und gibt seit 2017 regelmäßig Seminare zu Themenbereichen der Unternehmensbewertung. Er hat an einer Vielzahl von Prüfungen zur Angemessenheit der Barabfindung im Rahmen von Squeeze-outs oder dem Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen wesentlich mitgewirkt.

Sollten sich zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der MEDION AG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung, die für den 12. November 2024 vorgesehen ist, wesentliche Änderungen bei Bewertungsparametern oder der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage ergeben, wären diese Änderungen bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung zu berücksichtigen. Daher werden wir zum Stichtag der Hauptversammlung eine Aktualisierungsprüfung durchführen.

Grundsätzlich basiert unsere Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung auf den zur Verfügung gestellten Unterlagen. Diese haben wir kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung unterzogen. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der

§§ 316 ff. HGB haben wir somit nicht vorgenommen. Diese sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung.

Dieser Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wurde ausschließlich für den vorstehend dargestellten Zweck erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld sowie in der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der MEDION AG sowie die Vorlage in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem Squeeze-out. Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen Zweck bestimmt und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung nicht außerhalb dieses Zwecks an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 3 diesem Bericht beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 (nachfolgend auch „AAB“ genannt) maßgebend.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.

Somit haben wir geprüft, ob die von der Lenovo GmbH festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Gegebenheiten bei der MEDION AG als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und der Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir im Zusammenhang mit dieser Prüfung nicht vorgenommen und ist nach den gesetzlichen Regelungen auch nicht vorzunehmen.

Die gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 AktG bestellte, sachverständige Prüferin hat nach §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Barabfindung angemessen ist. Im Prüfungsbericht ist in sinngemäßer Anwendung von § 293e AktG anzugeben:

- nach welcher Methode die Abfindung ermittelt worden ist,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methode angemessen ist,
- welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrundeliegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich auf der Basis einer Überprüfung der von BDO durchgeführten Bewertung der MEDION AG beurteilen, die die Grundlage für die Festlegung der Barabfindung durch die Lenovo GmbH darstellt. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch die sachverständige Prüferin ist dazu grundsätzlich nicht erforderlich.

Somit hat die sachverständige Prüferin die der Ermittlung der Abfindung zugrundeliegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Bei einer Bewertung anhand eines Zukunftserfolgswertverfahrens ist insbesondere zu untersuchen, ob die bewertungsrelevanten Faktoren sachgerecht abgeleitet worden sind und ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel sind.

Nach §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e Abs. 2, 293a Abs. 2 und 3 AktG brauchen in den Bericht Tatsachen nicht aufgenommen zu werden, deren Bekanntwerden geeignet ist, einem der vertragsschließenden Unternehmen einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen. In diesem Falle sind in dem Bericht die Gründe darzulegen, aus denen die Tatsachen nicht aufgenommen worden sind.

Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung der Gesellschaft sowie Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen im Wesentlichen mit Vertretern der Gesellschaft und der BDO erörtert und auf ihre Plausibilität hin beurteilt. Als Maßstab für die Plausibilitätsbeurteilung haben wir auf den IDW Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (Stand: 02.01.2017) abgestellt.

Gemäß § 327c Abs. 2 S.1 AktG hat die Hauptaktionärin der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht). Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, entsprechend den gesetzlichen Regelungen nicht Gegenstand unserer Prüfung. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns allein insoweit mit dem vorgelegten Bericht befasst, als er relevante Angaben über den Prüfungsgegenstand enthält.

Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Unser Prüfungsbericht gibt die Ergebnisse unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder.

C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

I. Angaben zur Angemessenheit der Bewertungsmethode

1. Grundsätzliche Vorgehensweise

Als Grundlage für die Festlegung der Barabfindung durch die Lenovo GmbH werden die Ergebnisse der Unternehmensbewertung von BDO verwendet. BDO hat den Unternehmenswert der MEDION AG zunächst als objektivierten Unternehmenswert anhand des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 i. d. F. 2008 unter Berücksichtigung von Sonderwerten bzw. von nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerten ermittelt. BDO hat die Bewertung auf „Stand-alone-Basis“ vorgenommen und keine Synergieeffekte berücksichtigt, die erst durch den Bewertungsanlass realisiert werden können (sog. echte Synergien). Somit wurden allein Synergieeffekte berücksichtigt, die sich auch ohne die Durchführung des Squeeze-outs realisieren lassen (sog. unechte Synergien). Ferner wurde von dem zwischen der MEDION AG und der Lenovo GmbH bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (nachfolgend „BGAV“) abstrahiert.

Den so ermittelten Unternehmenswert hat BDO anhand des Multiplikator-Verfahrens plausibilisiert.

Ergänzend zum Ertragswert wurden von BDO im konkreten Bewertungsfall der Barwert der Ausgleichszahlungen sowie die Eignung des Börsenkurses hinsichtlich der Ableitung der Barabfindung betrachtet.

Zu den verwandten Methoden stellen wir Folgendes fest:

Der Gesetzgeber schreibt für die Bewertung von Unternehmen keine bestimmte Methode vor. Aus Sicht des BGH ist entscheidend, dass es sich um eine in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannte und in der Praxis gebräuchliche Methode handelt.[1] Eine Methode scheidet nach Ansicht des BGH nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden.[2]

Der IDW Standard IDW S 1 i. d. F. 2008, auf den BDO für die Ermittlung des Unternehmenswerts der MEDION AG abgestellt hat, legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten.[3]

[1] Vgl. BGH v. 29.09.2015 – II ZB 23/14.
[2] Vgl. BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.
[3] IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 1.

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich nach IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 4 unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele 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). Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d. h. seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Zur Ermittlung dieses Unternehmenswertes als Barwert wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert.

Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht. Dagegen kommt dem Substanzwert bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 5 f.).

Der Unternehmenswert wird nach IDW S 1 i. d. F. 2008 grundsätzlich als Zukunftserfolgswert ermittelt. In der Unternehmensbewertungspraxis haben sich als gängige Verfahren das Ertragswertverfahren und das Discounted-Cashflow (DCF)-Verfahren herausgebildet (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 7). Beide Verfahren beruhen auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen; bei gleichen Bewertungsannahmen bzw. -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 101).

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten dienen. Sie ersetzen aber keine Unternehmensbewertung (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 13).

Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren 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 sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 29).

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen; jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (IDW S 1 i. d. F.

2008, Tz. 34). Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 33). So genannte unechte Synergieeffekte sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen.

Die im IDW S 1 i. d. F. 2008 verankerten vorstehend in Teilen dargestellten Grundsätze zur Unternehmensbewertung stellen eine in der Rechtsprechung anerkannte Expertenauffassung für ein methodisch zutreffendes Vorgehen bei der Ermittlung von Unternehmenswerten dar.[4] Objektivierte Unternehmenswerte nach IDW S 1 i. d. F. 2008, in denen ausschließlich unechte Synergien Berücksichtigung finden, werden nach unserer Kenntnis im Zusammenhang mit aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen überwiegend herangezogen.

Nach unserer Beurteilung ist es daher methodisch angemessen, den Unternehmenswert der MEDION AG grundsätzlich auf Basis des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 i. d. F. 2008 in Form des Ertragswertverfahrens, einem in der Wissenschaft, Betriebswirtschaftslehre sowie Rechtsprechung anerkannten Verfahren, zu ermitteln.

Da der BGH mit Beschluss vom 21. Februar 2023 nun festgestellt hat, dass der Börsenkurs eines Unternehmens bei Einhaltung bestimmter Voraussetzungen allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sein kann,[5] halten wir es zudem für sachgerecht, dass BDO auch die Eignung des Börsenkurses im konkreten Bewertungsfall als alleinige Schätzgrundlage für die Barabfindung betrachtet hat.

Aufgrund des bestehenden BGAVs sehen wir es als sachgerecht an, dass BDO die Relevanz des Barwerts der Ausgleichszahlungen ergänzend als Wertuntergrenze betrachtet hat.

Nachfolgend wird zunächst das Ertragswertverfahren nach IDW S 1 i. d. F. 2008 methodisch erläutert. Anschließend werden die übrigen relevanten Methoden dargestellt und ebenfalls methodisch gewürdigt.

2. Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den

[4] Vgl. hierzu auch OLG Stuttgart v. 15.10.2013 - 20 W 3/13.
[5] Vgl. BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.

für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrundeliegende Planungsrechnung kann auf Grundlage von handelsrechtlichen oder internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen (z. B. IFRS, US GAAP) erstellt sein (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 102).

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an den Investor bestimmt, die er zu seiner freien Verfügung hat. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der inländischen und ausländischen Ertragsteuern des Unternehmens und grundsätzlich der auf Grund des Eigentums am Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 28).

Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wird der objektivierte Unternehmenswert im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt. Bei dieser (unmittelbaren) Typisierung sind demgemäß zur unmittelbaren Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern sachgerechte Annahmen zu deren Höhe sowohl bei den finanziellen Überschüssen als auch beim Kapitalisierungszinssatz zu treffen (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 31).

BDO hat die allgemeine Methodik des verwendeten Ertragswertverfahrens im Bewertungsgutachten auf den Seiten 28 bis 30 erläutert.

Im Einklang mit IDW S 1 i. d. F. 2008 ermittelt BDO den Ertragswert unter expliziter Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern.

3. Liquidationswert

Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 141).

Insbesondere bei schlechter Ergebnislage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation (Zerschlagung oder Verkauf) des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen. In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 140).

Im vorliegenden Bewertungsfall hat der Bewertungsgutachter auf eine explizite Ableitung eines Liquidationswerts verzichtet, da die MEDION AG unbefristet fortgeführt werden soll.

Wir haben die Relevanz des Liquidationswertes ergänzend unter Beachtung der Ergebnisse anderer Wertmaßstäbe (z. B. Barwert der Ausgleichszahlungen oder Börsenkurs) anhand von vereinfachten Analysen zum Buchwert des Eigenkapitals und etwaiger bei einer Liquidation realisierbarer stiller Reserven sowie entstehender Liquidationskosten eingeschätzt und halten den Verzicht der Ermittlung eines Liquidationswertes für sachgerecht.

4. Multiplikator-Verfahren

Vereinfachte Preisfindungen im Sinne von Multiplikator-Verfahren können Anhaltspunkte für eine Plausibilitätsbeurteilung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach den DCF-Verfahren bieten (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 143).

Bei der Multiplikator-Bewertung handelt es sich um einen marktorientierten Bewertungsansatz, der auf am Markt bereits zustande gekommenen Preisen und damit auf am Markt verarbeiteten Informationen basiert. Ein Multiplikator spiegelt dabei das Verhältnis einer Bezugsgröße (z. B. Umsatz, EBITDA oder EBIT) zum Marktwert eines Unternehmens wider, der für mit dem Bewertungsobjekt vergleichbare Unternehmen auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten und veröffentlichten Unternehmensinformationen ermittelt wird. Der „Wert“ eines Unternehmens resultiert dann aus dem Produkt der spezifischen Bezugsgrößen des Bewertungsobjektes mit dem Multiplikator der vergleichbaren Unternehmen.

Vereinfachte Preisfindungen dienen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 der Plausibilitätskontrolle und können nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten. Nach unserer Einschätzung lassen sich individuelle Gegebenheiten eines Unternehmens bei einer Bewertung anhand von Multiplikatoren in der Regel nicht ausreichend berücksichtigen.

Aus diesem Grund sehen wir es als sachgerecht an, dass BDO das Multiplikator-Verfahren lediglich zur Plausibilitätskontrolle herangezogen hat.

Im Hinblick auf eigene Plausibilitätsüberlegungen unter Beachtung von Multiplikatoren verweisen wir auf Abschnitt C.II.10.

5. Barwert der Ausgleichszahlungen

Der BGH[6] hat mit Beschluss vom 15. September 2020 entschieden, dass die angemessene Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären nach dem Barwert der aufgrund eines BGAVs dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlung bestimmt werden kann,

[6] BGH v. 15.09.2020 – II ZB 6/20.

wenn dieser höher ist als der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts, der Unternehmensvertrag zum maßgeblichen Zeitpunkt bestand und von seinem Fortbestand auszugehen war.

Aus diesem Grund ist es nach unserer Beurteilung angemessen, dass BDO den Barwert der Ausgleichszahlungen im Hinblick auf eine mögliche Wertuntergrenze analysiert hat.

Im Hinblick auf die konkrete Ableitung des Barwertes der Ausgleichszahlungen verweisen wir auf Abschnitt C.II.11.

6. Börsenkurs

Die Aktien der MEDION AG waren zum Zeitpunkt des Verlangens nach Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-outs im regulierten Markt (General Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse unter der Wertpapierkennnummer („WKN“) 660500 sowie der International Securities Identification Number („ISIN“) DE0006605009 zugelassen. Darüber hinaus wurden die Aktien über das elektronische Handelssystem XETRA und im Freiverkehr der Börsen Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über das elektronische Handelssystem Tradegate gehandelt. Somit war es grundsätzlich möglich, einen Börsenkurs zu ermitteln.

Nach einer Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG)[7] ist der Börsenkurs der Aktie eines Unternehmens dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gegenüberzustellen. Ein existierender Börsenkurs darf bei der Bemessung der Abfindung somit grundsätzlich nicht unberücksichtigt bleiben. Demnach bildet der Börsenkurs in der Regel die Untergrenze der angemessenen Abfindung.

Der BGH hat mit Beschluss vom 21. Februar 2023 festgestellt, dass der Börsenkurs eines Unternehmens grundsätzlich allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sein kann.[8] Dies hat der BGH mit Beschluss vom 31. Januar 2024 bestätigt.[9] Das OLG Frankfurt hat mit Beschluss vom 9. Februar 2024 ferner festgestellt, dass dies auch im Hinblick auf die Ableitung der Barabfindung im Rahmen eines Squeeze-outs gilt.[10]

Sowohl der BGH als auch das OLG Frankfurt am Main weisen darauf hin, dass die Eignung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage von der Einhaltung bestimmter Voraussetzungen im konkreten Bewertungsfall abhängt.

---

[7] BVerfG v. 27.04.1999, 1 BvR 1613/94.
[8] Vgl. BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.
[9] BGH v. 31.01.2024, II ZB 5/22.
[10] Vgl. OLG Frankfurt am Main v. 9.02.2024 – 21 W 129/22.

Aus diesem Grund ist es nach unserer Beurteilung angemessen, dass BDO den Börsenkurs auf die Eignung als alleinige Schätzgrundlage hin analysiert hat.

Im Hinblick auf die konkrete Eignung und Ableitung des Börsenkurses im hier vorliegenden Bewertungsfall verweisen wir auf Abschnitt C.II.12.

7. Prüfungsfeststellung

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung sind die von BDO verwendeten Methoden angemessen, um die Höhe der Barabfindung zu ermitteln.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung anhand der vorstehenden Methoden verweisen wir auf das nachfolgende Kapitel.

II. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen

1. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche Grundlagen

Bewertungsobjekt ist die MEDION AG einschließlich ihrer Beteiligungen im In- und Ausland.

Die MEDION AG hat ihren Sitz in Essen und ist im Handelsregister B des Amtsgerichts Essen unter HRB 13274 eingetragen.

Der satzungsmäßige Gegenstand des Unternehmens ist die Erbringung und Vermittlung von Dienstleistungen und der Vertrieb von Produkten aus den Bereichen Multimedia, Hard- und Software, Unterhaltungs- und Konsumelektronik, Telekommunikations- und Satellitentechnik sowie weiteren Non-Food-Artikeln aller Art und der Handel mit Telekommunikationsdienstleistungen sowie der Handel mit digitalen Inhalten. Die Gesellschaft ist zu allen Maßnahmen und Geschäften berechtigt, die geeignet sind, den Gesellschaftszweck zu fördern. Die Gesellschaft ist befugt, Zweigniederlassungen im In- und Ausland zu errichten sowie Unternehmen, deren Gegenstand dem Gegenstand der MEDION AG entspricht oder mit ihm zusammenhängt, im In- und Ausland zu erwerben oder sich an solchen zu beteiligen.

Das Geschäftsjahr der Gesellschaft weicht vom Kalenderjahr ab; es beginnt jeweils am 1. April eines Kalenderjahres und endet am 31. März des folgenden Kalenderjahres.

Die MEDION AG verfügt über ein Grundkapital in Höhe von EUR 48.418.400, das in 48.418.400 auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilt ist. Der rechnerische Anteil einer Aktie am Grundkapital der MEDION AG beträgt hiernach EUR 1,00. Die Gesellschaft hält derzeit 3.736.970 eigene Anteile.

Zum Zeitpunkt des Abschlusses unserer Arbeiten hält die Lenovo GmbH 43.816.390 auf den Namen lautende Stückaktien, was einem Anteil von rd. 90,50 % am Grundkapital der MEDION AG entspricht. Nach Abzug der von der MEDION AG gehaltenen eigenen Anteile entspricht der Anteil der Lenovo GmbH am maßgeblichen Grundkapital rd. 98,06 %. Die übrigen Aktien befinden sich im Streubesitz.

Die Aktien der MEDION AG sind zum Zeitpunkt des Abschlusses unserer Arbeiten im regulierten Markt (General Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse unter der WKN 660500 sowie der ISIN DE0006605009 zugelassen (vgl. hierzu Abschnitt C.I.6.).

Zwischen der MEDION AG und der Lenovo GmbH besteht ein BGAV. Wir verweisen hierzu auf Abschnitt C.II.11.

b) Abgrenzung Bewertungsobjekt

Die MEDION AG ist die Muttergesellschaft des MEDION AG-Konzerns und stellt jährlich einen Konzernabschluss nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen (IFRS) auf.

Im Konzernabschluss der MEDION AG wurden zum 31. März 2024 3 Unternehmen mit Sitz im Inland und 13 Unternehmen mit Sitz im Ausland vollkonsolidiert. Hierbei handelt es sich durchweg um 100 %-Beteiligungen.

Darüber hinaus hält die MEDION AG Anteile an einem Unternehmen mit Sitz im Inland und zwei Unternehmen mit Sitz im Ausland, die aufgrund ihrer insgesamt untergeordneten Bedeutung nicht in den Konzernabschluss der MEDION AG einbezogen werden (vgl. hierzu Abschnitt C.II.8).

c) Wirtschaftliche Grundlagen

Die MEDION AG hat sich auf die Entwicklung und den Vertrieb von Consumer-Electronics spezialisiert und bietet digitale Dienstleistungen insbesondere im Bereich Telekommunikation an.

Das Unternehmen gliedert sich in die beiden operativen Segmente **Projektgeschäft und Direktgeschäft**. Neben diesen beiden Segmenten weist die MEDION AG unter den **Sonstigen Umsätzen** insbesondere Konzerndienstleistungen für den Lenovo-Konzern aus. Nachfolgend werden die beiden Segmente beschrieben, bevor zum besseren Verständnis des Geschäftsmodells auf die einzelnen Produkte der MEDION AG innerhalb der Segmente eingegangen wird.

Das **Segment Projektgeschäft** umfasst insbesondere Geschäfte mit international tätigen Handelsketten mit Produkten aus dem Bereich Consumer Electronics. Hierbei bietet die MEDION AG Dienstleistungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette an, von der Entwicklung der Produktidee über die Auftragsfertigung, Bewerbung und den Vertrieb bis hin zum After-Sales-Service. Der After-Sales-Service umfasst hierbei die Abwicklung von Retouren, Gewährleistungsmanagement, Kundenservice und Reparaturen. Im Gegensatz zum Direktgeschäft erfolgt hierbei i. d. R. keine unmittelbare Belieferung von Endkunden. Beim Projektgeschäft handelt es sich grundsätzlich um sogenanntes Volumengeschäft für physische Produkte. Das bedeutet, dass große Mengen der jeweiligen Produkte verkauft werden.

Das **Segment Direktgeschäft** umfasst im Wesentlichen die digitalen Dienstleistungen der Gesellschaft sowie den Verkauf von Consumer-Electronics-Produkten über den Online-Handel und im eigenen stationären Handel (MEDION-Fabrikverkauf). Zu den digitalen Dienstleistungen gehören

Mobilfunkdienste (MEDIONmobile), Fotoservices und andere Online-Dienste, wie der digitale Vertrieb von Downloads und Gutscheinkarten. Im Gegensatz zum Projektgeschäft gibt es hier keine vorab eingehenden Aufträge und die Belieferung erfolgt i. d. R. unmittelbar an den Endkunden.

Sowohl im Projektgeschäft als auch im Direktgeschäft vertreibt die Gesellschaft Produkte aus dem Bereich **Consumer Electronics**. Die Kernkompetenz der MEDION AG ist dabei die Entwicklung und der Vertrieb von Computer- und Multimedia-Produkten wie z. B. Notebooks, PCs und PC-Zubehör (u. a. Monitore). Darüber hinaus ist die Gesellschaft in den Bereichen Unterhaltungselektronik mit Produkten, wie z. B. TV-Geräte und Audiosysteme, sowie im Bereich Haushalts- und Gesundheitsprodukte, z. B. mit Mikrowellen, Kaffeemaschinen, Saugroboter, Heißluftfritteusen, tätig.

Im Direktgeschäft bietet die MEDION AG neben dem Vertrieb von Produkten aus dem Bereich Consumer Electronics auch ergänzende **digitale Dienstleistungen** an. Hierbei werden die Dienstleistungen überwiegend als Vermittlungsgeschäft (sog. „Agentenmodell“) betrieben. Der wesentliche Anteil der digitalen Dienstleistungen entfällt auf das Telekommunikationsgeschäft, welches in Deutschland hauptsächlich unter der Marke MEDIONmobile betrieben wird. Die MEDION AG agiert dabei – in Kooperation mit dem Mobilfunkanbieter Telefónica Deutschland (O2) – als Anbieter von Mobilfunkleistungen, insbesondere im Prepaid-Segment. In Australien nutzt die MEDION AG das Netz des Telekommunikationsunternehmens Telstra Corporation. Die MEDION AG besitzt weder in Deutschland noch in Australien eigene Netzinfrastruktur. Zu den weiteren digitalen Dienstleistungen gehört der Bereich ESD (Electronic Software Distribution). ESD bezieht sich auf den Vertrieb von digitalen Produkten wie Software, Apps, Lizenzen oder digitalen Inhalten, ohne dass physische Datenträger benötigt werden. Bei der MEDION AG umfasst das ESD-Geschäft hauptsächlich den Verkauf von Gutscheinkarten und Softwarelizenzen. Im Bereich Fotoservices bietet die MEDION AG Fotodruckdienste und personalisierte Fotoprodukte.

Nachfolgend aufgeführt sind die Umsatzerlöse beider Segmente sowie der sonstigen Umsätze ausweislich der geprüften Konzernabschlüsse der Jahre 2021/22 bis 2023/24:

MEDION AG - Umsatz nach Segmenten

	2021/22		2022/23		2023/24	
	in TEUR	in %	in TEUR	in %	in TEUR	in %
Projektgeschäft	521.391	50,2	351.481	40,1	231.999	31,0
Direktgeschäft	499.144	48,1	514.279	58,7	508.654	68,0
Sonstige Umsätze	17.978	1,7	10.927	1,2	7.688	1,0
Summe	**1.038.513**	**100,0**	**876.687**	**100,0**	**748.341**	**100,0**

Zusätzlich ist nachfolgend dargestellt, inwieweit sich die Umsätze aus dem Erlös vom Verkauf von Gütern und dem Erlös aus Dienstleistungen innerhalb der Segmente zusammensetzt:

MEDION AG - Umsatz nach Erlösquellen						
	2021/22		2022/23		2023/24	
	in TEUR	in %	in TEUR	in %	in TEUR	in %
Erlöse aus Dienstleistungen	**382.701**	**36,9**	**411.086**	**46,9**	**418.898**	**56,0**
davon Direktgeschäft	364.723	35,1	400.159	45,6	411.210	54,9
davon Sonstige Umsätze	17.978	1,7	10.927	1,2	7.688	1,0
Umsätze nach dem Verkauf von Gütern	**655.812**	**63,1**	**465.601**	**53,1**	**329.443**	**44,0**
davon Projektgeschäft	521.391	50,2	351.481	40,1	231.999	31,0
davon Direktgeschäft	134.421	12,9	114.120	13,0	97.444	13,0
Summe	**1.038.513**	**100,0**	**876.687**	**100,0**	**748.341**	**100,0**

Trotz der Zugehörigkeit zum Lenovo-Konzern agiert die MEDION AG weiterhin als eigenständiges Unternehmen vor allem unter den Marken MEDION, ERAZER und MEDIONmobile. Der regionale Schwerpunkt der Gesellschaft ist weiterhin Deutschland und Europa. Darüber hinaus hat die MEDION AG aber die Aktivitäten auch auf internationale Märkte ausgeweitet. Nachfolgend dargestellt ist die Umsatzverteilung nach Regionen für die letzten 3 Geschäftsjahre:

MEDION AG - Umsatz nach Region						
	2021/22		2022/23		2023/24	
	in TEUR	in %	in TEUR	in %	in TEUR	in %
Deutschland	**622.628**	**60,0**	**501.138**	**57,2**	**411.146**	**54,9**
Europa (ohne Deutschland)	**206.106**	**19,8**	**138.856**	**15,8**	**118.328**	**15,8**
davon Niederlande	30.185	2,9	18.511	2,1	12.738	1,7
davon Belgien	29.953	2,9	17.106	2,0	9.339	1,2
davon Österreich	29.684	2,9	18.956	2,2	10.792	1,4
Übriges Ausland	**209.779**	**20,2**	**236.693**	**27,0**	**218.867**	**29,2**
davon Australien	162.381	15,6	187.485	21,4	200.814	26,8
davon Hongkong	34.040	3,3	44.438	5,1	14.602	2,0
Summe	**1.038.513**	**100,0**	**876.687**	**100,0**	**748.341**	**100,0**

d) Steuerliche Grundlagen

Die MEDION AG wird steuerlich beim Finanzamt Essen-NordOst unter der Steuernummer 111/5702/4729 geführt. Derzeit besteht eine gewerbe- und körperschaftsteuerliche Organschaft mit der Lenovo GmbH. Gemäß dem Konzernabschluss der MEDION AG für das Geschäftsjahr 2023/24 beträgt der Konzernsteuersatz rd. 32,6 %.

Nach den vorliegenden Informationen bestehen zum 31. März 2024 gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von rd. TEUR 2.125 und körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von rd. TEUR 2.848. Aufgrund des bestehenden BGAVs bzw. der steuerlichen Organschaft mit der Lenovo GmbH sind die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge derzeit nicht nutzbar.

Das steuerliche Einlagekonto der MEDION AG beträgt zum 31. März 2022 rd. TEUR 183.243.

2. Markt- und Wettbewerbsumfeld

a) Vorbemerkungen

BDO hat im Bewertungsgutachten auf den Seiten 16 bis 26 Informationen zum spezifischen Markt- und Wettbewerbsumfeld dargestellt.

Wir haben ergänzend dazu eigene Markt- und Wettbewerbsanalysen durchgeführt:

b) Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die Einschätzung der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und die Prognose wichtiger wirtschaftlicher Kennziffern wie des Bruttoinlandsprodukts und der Entwicklung der Verbraucherpreise erfolgt regelmäßig durch eine Vielzahl öffentlicher und privater Institutionen auf nationaler und internationaler Ebene. Zu nennen sind hier beispielhaft der Internationale Währungsfonds (International Monetary Fund, im Folgenden „IMF“), nationale und internationale Wirtschaftsforschungsinstitute, die Europäische Zentralbank, die Deutsche Bundesbank, aber auch große Privatbanken. Neben der wirtschaftlichen Entwicklung in Europa sind insbesondere die Entwicklungen in Deutschland und Australien von hoher Relevanz für die MEDION AG.

Die nachfolgenden Darstellungen der volkswirtschaftlichen Rahmendaten basieren im Wesentlichen auf Informationen des IMF.

Die jährliche Entwicklung des realen Bruttoinlandsproduktes (im Folgenden „BIP“) stellt sich nach Einschätzung des IMF wie folgt dar:[11]

Reale BIP-Entwicklung											
in %	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EU	2,0	-5,5	6,1	3,7	0,6	1,2	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5
Deutschland	1,1	-3,8	3,2	1,8	-0,2	0,2	1,3	1,5	1,1	0,8	0,7
Australien	1,8	-2,1	5,6	3,9	2,0	1,4	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3
e = Estimate (Schätzung)											

Das geschätzte reale BIP-Wachstum der **Europäischen Union (EU)** belief sich im Jahr 2023 auf rd. 0,6 %. Dieses verhaltene Wirtschaftswachstum ist maßgeblich auf die Belastungen durch den Krieg in der Ukraine zurückzuführen, der die wirtschaftliche Entwicklung in der EU spürbar beeinträchtigt hat. In den Jahren 2024 und 2025 soll sich das Wirtschaftswachstum langsam auf rd. 1,2 % bzw. rd. 1,8 % erhöhen. Dies wird nach Aussagen des IMF durch einen stärkeren privaten

[11] Vgl. IMF, Washington, D.C/USA, World Economic Outlook Database, April 2024 und World Economic Outlook Update, July 2024.

Konsum aufgrund der Erholung der Energiepreise sowie durch die Erhöhung der Realeinkommen aufgrund des Rückgangs der Inflation gestützt.[12]

Die **deutsche** Wirtschaft zeigt im Gegensatz dazu keine Fortschritte; die Konjunktur in der größten Volkswirtschaft Europas stagniert seit längerer Zeit. Im August 2024 sind die Erwartungen von Analysten für die Konjunktur so stark gefallen wie seit 2 Jahren nicht mehr, wodurch sich die deutsche Wirtschaft bereits in der Nähe einer Rezession befindet.[13] Seit dem Frühjahr 2023 bewegt sich das Wachstum kontinuierlich um die Null-Linie. Der IMF bewertet die wirtschaftliche Situation in Deutschland skeptisch und prognostiziert für das Jahr 2024 lediglich ein Wachstum von rd. 0,2 %. Dies ist die niedrigste Wachstumsprognose der G7-Industrieländer für das Jahr 2024. Im Januar 2024 hatte der IMF noch ein Wachstum von 0,5 % für die deutsche Wirtschaft in Aussicht gestellt. Der Rückgang des BIP um rd. 0,2 % im Jahr 2023, wie auch die die geringen Wachstumsprognosen für die Jahre 2024 und 2025 von rd. 0,2 % bzw. rd. 1,3 % sind nach Auffassung des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) auf die angespannte geopolitische Lage und auf die schlechte Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen durch Lohnstückkostennachteile zurückzuführen. Diese entstehen durch steigende nominale Arbeitskosten bei gleichzeitig sinkender gesamtwirtschaftlicher Arbeitsproduktivität. Darüber hinaus stellen die hohe Steuerbelastung der Unternehmen wie auch die anhaltende Verunsicherung hinsichtlich der Fiskalpolitik ein Investitions- und somit ein Wachstumshemmnis für den Wirtschaftsstandort Deutschland dar.[14]

Auch die zukünftigen wirtschaftlichen Perspektiven **Australiens** lassen auf eine Phase eher stagnierender Wachstumsraten schließen. Die für australische Verhältnisse moderaten, aber dennoch positiven Wachstumszahlen vermitteln – so die Aussagen des Germany Trade & Invest (GTAI)[15] – ein günstigeres Bild der wirtschaftlichen Lage, als es für viele Australier tatsächlich der Fall ist. Ökonomen zufolge konnte Australien im Jahr 2023 eine technische Rezession hauptsächlich durch hohe Einwanderung, insbesondere ausländischer Studenten, sowie durch erhebliche Staatsausgaben abwenden.[16] Für das Jahr 2024 prognostizieren verschiedene Ökonomen ein reales Wirtschaftswachstum im Bereich von rd. 1,4 % (laut Vorhersagen des IMFs sowie der OECD) bis zu rd. 2,0 % (laut Vorhersagen der Economist Intelligence Unit). In den darauffolgenden Jahren wird lt. IMF ein jährliches Wachstum von etwa rd. 2,0 % bzw. rd. 2,3 % erwartet. Diese Prognosen setzen jedoch eine kontinuierliche Zuwanderung sowie einen stabilen Außenhandel mit China voraus, wodurch die Vorhersagbarkeit der wirtschaftlichen Entwicklung erheblich erschwert wird.[17]

---

12 Vgl. IMF, Washington, D.C/USA, World Economic Outlook, April 2024, S. 9.
13 Vgl. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Pressemitteilung: ZEW-Konjunkturerwartungen, August 2024.
14 Vgl. IW-Konjunkturprognose Frühjahr 2024, Stagnation im sechsten Jahr, Köln, Mai 2024, S. 5f.
15 Germany Trade & Invest (GTAI) ist eine Wirtschaftsförderungsgesellschaft des Bundes.
16 Vgl. GTAI, Wirtschaftsausblick Australien, April 2024 und IHK Koblenz, Wirtschaftsdaten - Australien, Mai 2024.
17 Vgl. GTAI, Wirtschaftsausblick Australien, April 2024.

Die jährliche Entwicklung der Inflationsrate – auf Basis der Jahresdurchschnittswerte – gemessen am Verbraucherpreisindex stellt sich nach Einschätzungen des IMF wie folgt dar:[18]

Inflation (Jahresdurchschnittswerte)											
in %	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EU	1,4	0,7	2,9	9,3	6,3	2,7	2,4	2,1	2,1	2,0	2,0
Deutschland	1,4	0,4	3,2	8,7	6,0	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Australien	1,6	0,9	2,8	6,6	5,6	3,5	3,0	2,7	2,7	2,6	2,5
e = Estimate (Schätzung), Australian: Schätzung startet im Jahr 2023											

Zu Ende des Jahres 2023 näherte sich die Inflation in den meisten Volkswirtschaften zum ersten Mal seit Beginn des globalen Inflationsanstiegs dem Niveau vor der COVID-19-Pandemie an. Dieser Rückgang basiert auf dem Abklingen relativer Preisschocks – insbesondere dem Rückgang der Energiepreise durch das global gestiegene Angebot an Energie – und einer straffen Geldpolitik der Zentralbanken. Aber auch die Kerninflation – also die Entwicklung der Verbraucherpreise ohne Berücksichtigung der Segmente Nahrungsmittel und Energie – ist durch das Abklingen vorangegangener Preisschocks und einen sinkenden Druck auf die Arbeitsmärkte zurückgegangen.[19]

Aufgrund der Entwicklung der Energiepreise und einer Entspannung bei den Lieferketten wird ein deutlicher Rückgang der Inflation in der **EU** erwartet. Seit ihrem Höchststand von rd. 9,3 % im Jahr 2022 hat sich die Inflation in der EU bereits signifikant verringert. Für das Jahr 2024 prognostiziert der IMF einen Rückgang auf rd. 2,7 %, gefolgt von einer weiteren Abnahme auf rd. 2,4 % im Jahr 2025.[20] Auch die Europäische Kommission geht von einer Inflationsrate von rd. 2,7 % im Jahr 2024 aus, erwartet jedoch einen Rückgang auf rd. 2,2 % im Jahr 2025.[21] Laut den Prognosen des IMF wird sich dieser Trend fortsetzen, sodass die Inflationsrate langfristig dem Zielwert der Europäischen Zentralbank von rd. 2,0 % entspricht.[22]

Der Arbeitsmarkt der EU zeigt ebenso eine positive Entwicklung. Trotz der abgeschwächten Konjunktur wurden im Jahr 2023 EU-weit über 2 Millionen neue Arbeitsplätze geschaffen. Im März 2024 lag die Arbeitslosenquote in der EU mit 6,0 % auf einem historischen Tiefstand.[23]

Die Inflationsrate **Deutschlands** soll ausgehend vom Jahr 2023 mit rd. 6,0 % auf rd. 2,4 % im Jahr 2024 bzw. rd. 2,0 % im Folgejahr 2025 sinken und somit langfristig dem von der Europäischen Zentralbank angestrebten Zielwert von 2,0 % entsprechen.[24] Obwohl die Lebensmittelpreise einen stärkeren Anstieg verzeichneten, führte der Rückgang der Energiepreise insgesamt zu einer nie-

18 Vgl. IMF, Washington, D.C/USA, World Economic Outlook Database, April 2024 und World Economic Outlook Update, July 2024.
19 Vgl. IMF, Washington, D.C/USA, World Economic Outlook, April 2024, S. 1 & 3f.
20 Vgl. IMF, Washington, D.C/USA, World Economic Outlook Database, April 2024.
21 Vgl. Europäische Kommission, Neue EU-Prognose: Wirtschaftswachstum und Inflationsrückgang erwartet, Mai 2024.
22 Vgl. IMF, Washington, D.C/USA, World Economic Outlook Database, April 2024.
23 Vgl. Europäische Kommission, Neue EU-Prognose: Wirtschaftswachstum und Inflationsrückgang erwartet, Mai 2024.
24 Vgl. IMF, Washington, D.C/USA, World Economic Outlook Database, April 2024.

drigeren Inflationsrate im Jahr 2024. Auch in vorgelagerten Wirtschaftsbereichen, wie bei Erzeuger- und Einfuhrpreisen, wurden weitere Preisrückgänge im Jahr 2024 beobachtet. Trotz eines leichten Anstiegs der Erdgaspreise wird für den weiteren Verlauf des Jahres 2024 ein moderater Rückgang der Inflation erwartet, unterstützt durch sinkende Preise in den vorgelagerten Stufen und die geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank.[25]

Der IMF prognostiziert, dass die Inflationsrate in **Australien** von rd. 5,6 % im Jahr 2023 auf rd. 3,5 % im Jahr 2024 zurückgehen wird, gefolgt von einem weiteren Rückgang auf rd. 3,0 % im Jahr 2025 und rd. 2,7 % im Jahr 2026.[26] Im Gegensatz dazu prognostizieren die Ökonomen der Reserve Bank of Australia (RBA) sowie das australische Statistikamt (ABS) für Juni 2024 eine Inflationsrate von rd. 3,8 %,[27] die bis zum Jahresende stabil bleiben soll. Für das Jahr 2025 wird ein Rückgang der Inflation auf rd. 2,8 % erwartet, bevor sie im Jahr 2026 wieder auf rd. 3,2 % ansteigen soll.

In Australien übersteigt die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen weiterhin die wirtschaftlichen Kapazitäten, was die Inflation aufrechterhält. Trotz erster Anzeichen einer Entspannung bleibt der Arbeitsmarkt angespannt und die Löhne steigen trotz des schwachen Produktivitätswachstums weiter. Zwar dürfte die Gesamtinflation durch temporäre Lebenshaltungskostenhilfen vorübergehend sinken, doch wird ein erneuter Anstieg nach dem Auslaufen dieser Maßnahmen erwartet. Es bestehen Unsicherheiten: Sollte der Arbeitsmarkt angespannter sein oder das BIP-Wachstum stärker ausfallen als von der RBA angenommen, könnte die Rückkehr zur Zielinflation von 2 % bis 3 % länger dauern. Dies könnte zusätzliche Zinserhöhungen erfordern und eine steigende Arbeitslosigkeit zur Folge haben. Umgekehrt könnte eine schwächere Nachfrage als prognostiziert den Arbeitsmarkt schneller und stärker abkühlen, was zu einer niedrigeren Inflation führen würde als von der RBA erwartet.[28]

<u>Wechselkurs</u>

Gemäß dem Konzernabschluss 2023/24 der MEDION AG erzielt die Gesellschaft ihre Umsatzerlöse – neben dem Euro – im Wesentlichen in Australischen Dollar (AUD). Darüber hinaus erfolgt der wesentliche Teil des Wareneinkaufs der MEDION AG in US-Dollar (USD). Die Tabelle zeigt die aktuellen Terminkurse (forward rates) für die beiden wesentlichen Währungen für den Zeitraum bis zum Ende des Jahres 2028:[29]

[25] Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz, Die wirtschaftliche Lage in Deutschland im Juli 2024.
[26] Vgl. IMF, Washington, D.C/USA, World Economic Outlook Database, April 2024.
[27] Vgl. Australian Bureau of Statistics, Consumer Price Index, Australia, Juli 2024.
[28] Vgl. Reserve Bank of Australia, Statement on Monetary Policy, August 2024.
[29] Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Deutschen Bank vom 13. September 2024.

Terminkurse					
	31.12.2024	31.12.2025	31.21.2026	31.12.2027	31.12.2028
EUR/USD	1,11	1,13	1,14	1,15	1,16
EUR/AUD	1,66	1,68	1,71	1,73	1,76

c) Spezifisches Markt- und Wettbewerbsumfeld

Consumer Electronics

Wie in Abschnitt C.II.1 erläutert, besteht die Kernkompetenz der MEDION AG in der Entwicklung und im Vertrieb von Produkten aus dem Bereich Consumer Electronics. Vor diesem Hintergrund werden – ausgehend vom Konsumklimaindex – im Folgenden der Markt für Consumer Electronics und die Teilsegmente, die für die MEDION AG von besonderer Relevanz sind, näher analysiert.

Allgemeiner Konsumklimaindex

Der Konsumklimaindex der Gesellschaft für Konsumforschung (im Folgenden „GfK“) misst das Konsumklima in Deutschland anhand der Kriterien Einkommenserwartung, Konjunkturerwartung und Anschaffungsneigung. Der Index gibt an, wie optimistisch oder pessimistisch die Verbraucher hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Lage und zukünftigen Konsumausgaben sind.

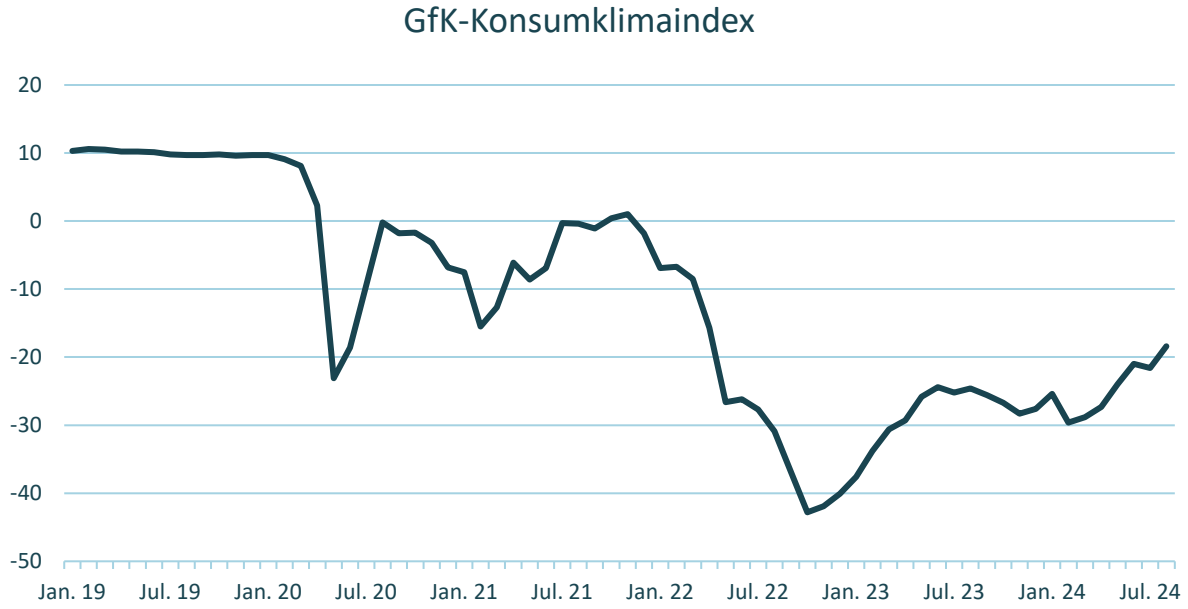
In den vergangenen Jahren gestaltete sich die Entwicklung des GfK-Index wechselhaft. So fiel der Index im Frühjahr 2020 infolge der COVID-19-Pandemie deutlich in den negativen Bereich. Insbesondere Lockdowns und die damit einhergehenden Geschäftsschließungen führten zu einem Rückgang der Konsumbereitschaft.[30] Ab Mitte des Jahres 2021 begann sich der Index langsam zu erholen. Mit dem Beginn des Krieges in der Ukraine im Frühjahr 2022 kam es zu einem erneuten starken Rückgang des Index. Als Konsequenz des Krieges stiegen die Energiepreise in Deutschland deutlich an, was insbesondere zu einem Anstieg der Inflation in Deutschland führte (vgl. Abschnitt C.II.2.b)). Die daraus resultierenden steigenden Lebenshaltungskosten belasteten das Konsumklima deutlich. Seit Anfang des Jahres 2023 ist eine langsame, aber stetige Erholung des Index festzustellen. Dies ist unter anderem auf eine Stabilisierung der Energiepreise sowie auf den moderaten Rückgang der Inflation zurückzuführen. Die langsame Erholung der letzten Monate deutet auf eine Verbesserung der allgemeinen Konsumsituation hin, jedoch ist diese weiterhin von Unsicherheiten geprägt.[31]

Gemäß dem Konsumklimaindex hat sich das allgemeine Konsumklima in Deutschland im Juli 2024 deutlich verbessert. Im Juli 2024 lag der Wert des Index bei -21,6, während er zur gleichen Zeit

[30] Vgl. F.A.Z., Warum die Deutschen kaum konsumieren, August 2024, abrufbar unter https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/deutsche-konsumieren-kaum-was-sind-die-gruende-dafuer-19929298.html.

[31] Vgl. GfK, Consumer Climate on the upswing - Just a brief flare-up? Juli 2024, abrufbar unter https://www.gfk.com/press/consumer-climate-on-the-upswing-just-a-brief-flare-up.

des Vorjahres noch bei -25,2 lag. Dies ist insbesondere auf einen Anstieg der Einkommenserwartung der Verbraucher zurückzuführen. Für August 2024 wird eine weitere Verbesserung des Index auf -18,4 erwartet.[32] Nachfolgend dargestellt ist die Entwicklung des Konsumklimaindex für den Zeitraum September 2019 bis Juli 2024:



Hiernach lässt sich festhalten, dass sich das Konsumklima zwar leicht erholt hat, aber die aktuellen Werte des Index noch deutlich unter den Werten vor der COVID-19-Pandemie sowie unterhalb der Werte vor Beginn des Ukraine-Krieges liegen. Insgesamt befindet sich das Konsumklima immer noch auf einem historisch niedrigen Niveau.

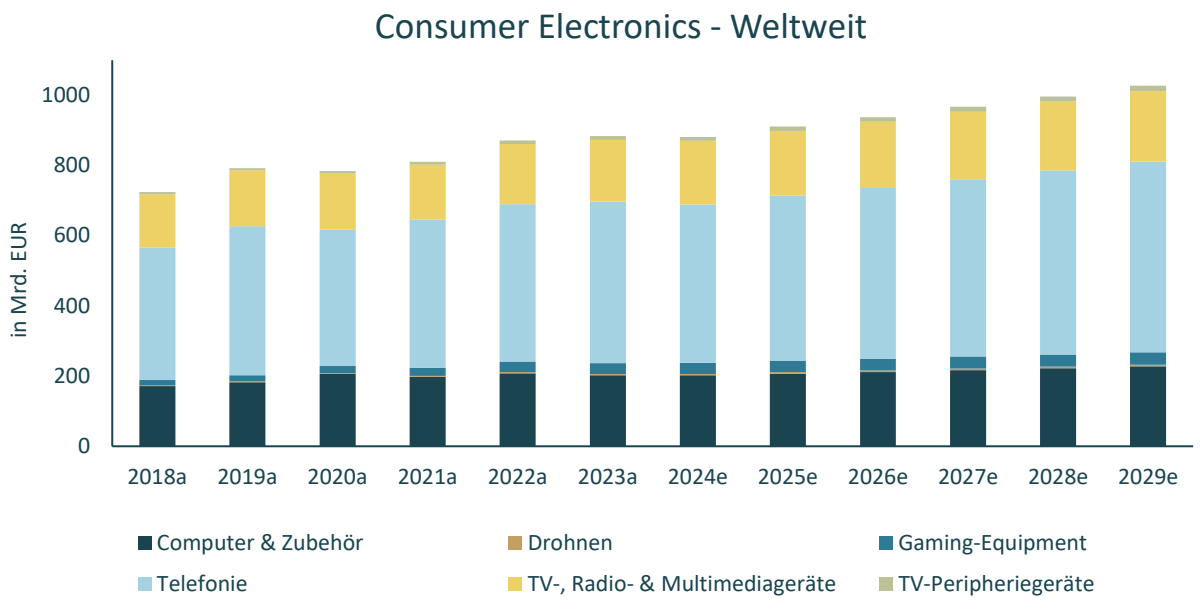
Allgemeines zu Consumer Electronics

Unter Consumer Electronics (auch Unterhaltungselektronik) werden i. d. R. elektronische Geräte verstanden, die für den alltäglichen Gebrauch durch Einzelpersonen bzw. den Endverbraucher gedacht sind. Der **weltweite Umsatz** mit Consumer Electronics[33] betrug gemäß Statista EUR 883,4 Mrd. im Jahr 2023. Für das Jahr 2024 wird erwartet, dass der Umsatz um rd. EUR 2,7 Mrd. auf EUR 880,7 Mrd. zurückgehen wird. Bis zum Jahr 2029 wird ein moderates Wachstum des Marktvolumens auf EUR 1.027,0 Mrd. prognostiziert. Ausgehend vom Jahr 2023 entspricht dies einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rd. 2,5 %. Größtes Marktsegment innerhalb des weltweiten Consumer-Electronics-Marktes ist mit einem Umsatz von EUR 460,7 Mrd. bzw. rd. 52,1 %, das Segment Telefonie. Wie nachfolgend dargestellt, soll auf das

[32] Vgl. Statista, GfK-Konsumklima-Index von Juli 2022 bis Juli 2024 und Prognose für August 2024, August 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/statistik/daten/studie/2425/umfrage/gfk-konsumklima-index/.

[33] Der Consumer-Electronics-Markt umfasst gemäß der Definition von Statista TV- und Multimediageräte, Telekommunikationsgeräte, Computer sowie Zubehör, TV-Peripheriegeräte und Drohnen. Nicht enthalten sind explizit Haushaltsgeräte, Videospielkonsolen und Virtual-Reality-Geräte.

Segment Telefonie mit einem durchschnittlichen Wachstum von rd. 2,8 % p. a. bzw. einem absoluten Wachstum um rd. EUR 82,7 Mrd. bis zum Jahr 2029 der wesentliche Anteil des Wachstums des Consumer-Electronics-Markt entfallen.

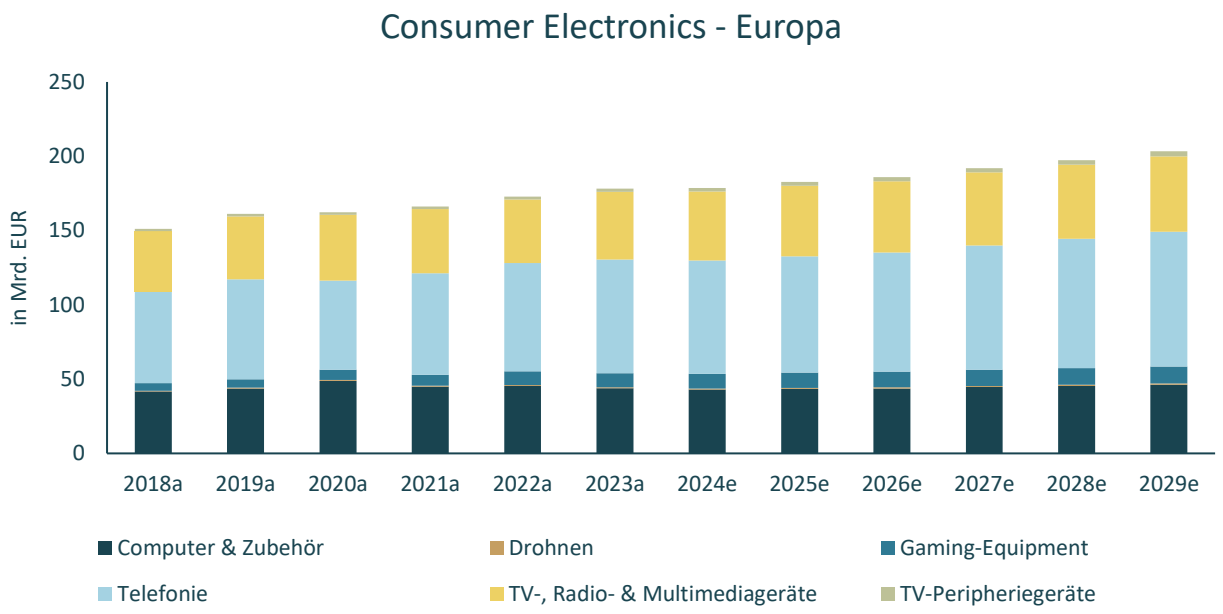


Es wird ferner erwartet, dass sich künftig der Anteil der Online-Umsätze weiter erhöhen wird. So lag der Anteil der Online-Umsätze am weltweiten Gesamtumsatz im Jahr 2019 noch bei rd. 22,7 % und ist bis zum Jahr 2023 – unter anderem auch bedingt durch die COVID-19-Pandemie – auf rd. 30,6 % gestiegen. Bis zum Jahr 2027 wird erwartet, dass sich der Online-Anteil auf rd. 44,0 % erhöht.[34]

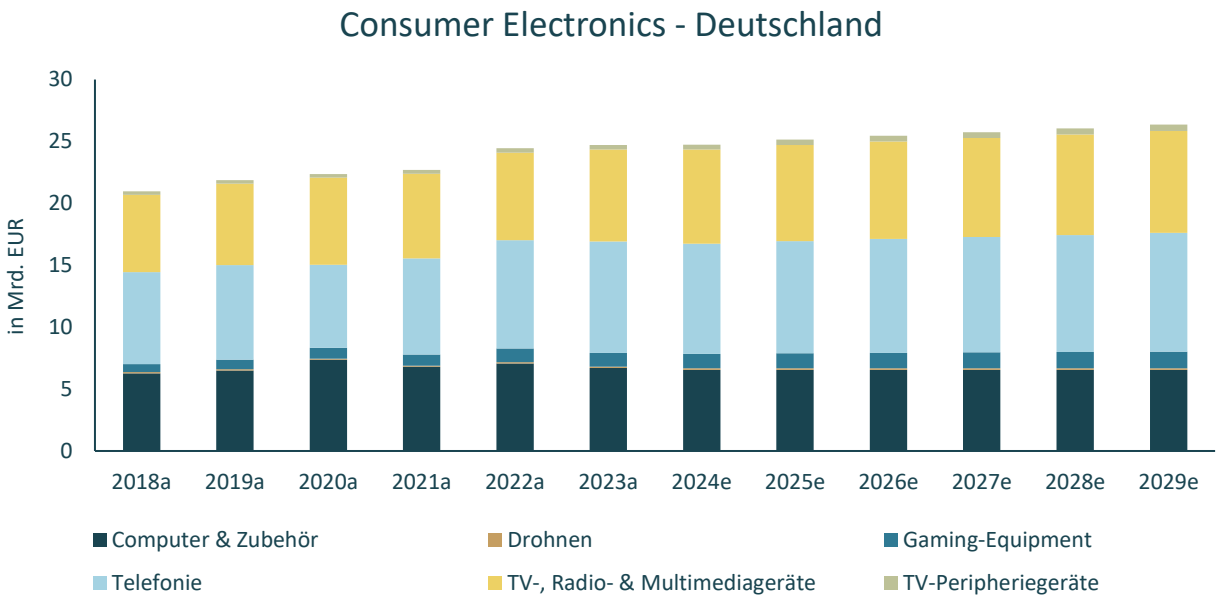
In **Europa** betrug der Gesamtumsatz des Consumer-Electronics-Marktes im Jahr 2023 EUR 178,2 Mrd. Es wird erwartet, dass der Umsatz im Jahr 2024 nahezu konstant bleibt und lediglich um rd. 0,2 % auf EUR 178,6 Mrd. steigt. Ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2029 soll der Gesamtumsatz um durchschnittlich rd. 2,2 % p. a. ansteigen. Somit wird für Europa ein Wachstum unterhalb des weltweiten Wachstums erwartet. Korrespondierend zum weltweiten Consumer-Electronics-Markt entfällt auch in Europa der wesentliche Anteil der Umsätze im Jahr 2023 mit rd. 42,9 % auf das Segment Telefonie. Auch für Europa wird prognostiziert, dass der Anteil der Online-Umsätze bis zum Jahr 2027 deutlich steigt. Im Jahr 2023 lag dieser bei rd. 30,3 % und soll bis auf rd. 44,5 % im Jahr 2027 zunehmen.[35]

[34] Vgl. Statista, Consumer Electronics - Weltweit, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/weltweit.

[35] Vgl. Statista, Consumer Electronics - Europa, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/europa.



Für **Deutschland** wird erwartet, dass das Marktvolumen im Jahr 2024 – wie bereits im Jahr 2023 – EUR 24,7 Mrd. betragen wird. Ausgehend vom Jahr 2023 wird bis zum Jahr 2029 ein Anstieg des Marktvolumens um EUR 1,6 Mrd. bzw. durchschnittlich rd. 1,1 % p. a. erwartet. Das prognostizierte Wachstum für Deutschland liegt somit deutlich unter den Wachstumserwartungen für den weltweiten sowie den europäischen Consumer-Electronics-Markt. Analog zu den übergeordneten Märkten ist auch in Deutschland die Telefonie mit einem Marktanteil von rd. 36,3 % im Jahr 2023 das größte Segment. Auch für Deutschland wird prognostiziert, dass der Anteil der online erzielten Umsätze weiter steigt. Im Vergleich zu Europa bzw. der Welt ist der prognostizierte Umsatzanteil im Jahr 2027 mit rd. 36,8 % jedoch geringer.[36]



[36] Vgl. Statista, Consumer Electronics – Deutschland, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/deutschland#umsatz.

Nach Angaben der Gesellschaft zur Förderung der Unterhaltungselektronik (GFU) betrug der Gesamtumsatz des Consumer-Electronics-Marktes in Deutschland im Jahr 2023 rd. EUR 30,3 Mrd.[37] Aufgrund unterschiedlicher Marktdefinitionen – u. a. sind bei dem Index der GFU auch Videospielkonsolen enthalten – sind die Zahlen von der GFU und Statista nicht unmittelbar vergleichbar. Gemäß der GFU ist der Gesamtumsatz im Jahr 2023 im deutschen Consumer-Electronics-Markt um rd. 4,9 % gegenüber dem Vorjahr gesunken.[38]

Hauptakteure der Branche sind insbesondere die Smartphone- und PC-Hersteller wie z. B. Apple, Samsung, Huawei, Xiaomi, Lenovo, Sony, Acer, HP und Dell. Die Branche ist von einem sehr intensiven Wettbewerb geprägt und von etablierten Marken dominiert. Dennoch haben auch neue Akteure Chancen, sich im Markt zu etablieren. Indem etablierte Marken und neu aufkommende Akteure um die Aufmerksamkeit der Konsumenten und um Marktanteile konkurrieren, intensiviert sich der Wettbewerb innerhalb der Branche. Insbesondere in preissensiblen Märkten wie Smartphones oder PCs bildet der Preis einen entscheidenden Wettbewerbsfaktor. Treiber für das zukünftige Wachstum sind laut Statista insbesondere technische Fortschritte in Bereichen wie z. B. Künstliche Intelligenz (KI), Internet of Things (IoT), Augmented Reality (AR) und Virtual Reality (VR).[40]

Computer und Zubehör

Der Computer-Markt lässt sich nochmals in die einzelnen Kategorien Laptop[41], Desktop-PC sowie Zubehör[42] (sog. Peripherie) unterteilen.

Gemäß Ausführungen des Marktforschungsinstituts International Data Corporation (IDC) kam es im Computer-Markt infolge der COVID-19-Pandemie und der damit einhergehenden Zunahme mobilen Arbeitens sowie des Hausunterrichts in den Jahren 2020 und 2021 zu einem deutlichen Anstieg an PC- und Notebook-Verkäufen. Darauf folgte in den Jahren 2022 und 2023 ein deutlicher Absatzrückgang. Im ersten Quartal 2023 sank die Anzahl der ausgelieferten Computer infolge der schwachen Nachfrage, überschüssiger Lagerbestände und eines sich verschlechternden makroökonomischen Klimas um rd. 28,7 % gegenüber dem Vergleichsquartal des Jahres 2022. Die 56,9 Mio. ausgelieferten PCs im ersten Quartal 2023 lagen sogar unter den Werten aus dem ersten Quartal der Jahre 2018 und 2019 und somit unterhalb der Werte vor der COVID-19-Pandemie.[43]

---

37 Vgl. GfU, Home Electronic Market Index Quartal 1-4/2023, 2024.

38 Vgl. GfU, Home Electronic Market Index Quartal 1-4/2023, 2024. Laut GFU umfasst der Consumer-Elecetronics-Markt Unterhaltungselektronik, privat genutzte IT sowie privat genutzte Telekommunikation.

40 Vgl. Statista, Consumer Electronics: market data & analysis, S. 16, September 2023.

41 In den folgenden Ausführungen erfolgt keine dezidierte Unterscheidung zwischen Laptop und Notebook.

42 Hierunter fallen PC-Monitore und Projektoren, Tastaturen, Drucker und Kopierer sowie Datenspeicher.

43 Vgl. IDC, PC Pain Persists in Q1 2023 Due to Excess Inventory and Poor Demand, According to IDC Tracker, April 2023, abrufbar unter https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prUS50565723 sowie IDC, Global PC Shipments Return to Growth and Pre-Pandemic Volumes in the First Quarter of 2024, According to IDC Tracker, April 2024, abrufbar unter https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prUS52019024.

Zu Beginn des Jahres 2024 kam es zu einer ersten Erholung des Marktes. So ist der Absatz im ersten Quartal 2024 auf 59,8 Mio. Geräte gestiegen, was in etwa dem durchschnittlichen Absatz aus dem Vergleichsquartal der Jahre 2018 und 2019 entspricht.[44] Nach Daten des Marktforschungsinstituts Canalys hat sich auch im zweiten Quartal 2024 der weltweite Absatz weiter erholt. Die Verbesserung wird vor allem auf das Voranschreiten von **KI-PCs** zurückgeführt. Bei diesen wird eine Verdopplung des Umsatzes im Jahr 2024 und darauf folgend auch eine weitere Verdopplung im Folgejahr 2025 erwartet. Es wird prognostiziert, dass KI-PCs 2025 rd. 37 % und im Jahr 2027 bereits rd. 60 % des gesamten PC-Absatzes ausmachen werden.[45] Zusätzlich beginnen, so IDC, gewerbliche Käufer damit, die während der COVID-19-Pandemie **gekauften PCs zu erneuern**.[46] Außerdem könnte das Ende von Microsofts Support von Windows 10 im Jahr 2025 dazu führen, dass die Geräte dann durch neue Produkte ersetzt werden.

Ein weiterer Treiber ist das Wachstum im Bereich der sog. „**Gaming Computer**“. Gemäß Daten des Marktforschungsinstituts Grand View Research soll der weltweite Markt für Gaming-PCs, der im Jahr 2022 auf USD 50,2 Mrd. geschätzt wurde, ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2030 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 12,9 % wachsen. Dieses Wachstum liegt deutlich oberhalb des erwarteten Wachstums für den Gesamtmarkt. Das Wachstum im Bereich Gaming-PCs resultiert insbesondere aus der steigenden Zahl professioneller Gamer, der steigenden Popularität von elektronischem Sport (sog. E-Sport) sowie aus Entwicklungen im Zusammenhang mit Virtual Reality.[47] Gaming-PCs sind aufgrund ihrer leistungsstärkeren Ausstattung in Bezug auf Prozessoren, Grafikkarten, Arbeitsspeicher etc. i. d. R. teurer als normale PCs.

Gemäß Daten[48] von Statista beträgt der **weltweite** Computer- und Zubehörmarkt im Jahr 2023 rd. EUR 202,2 Mrd. und soll bis zum Jahr 2029 um durchschnittlich rd. 2,0 % p. a. wachsen. Der nachfolgenden Grafik sind die Entwicklungen in den einzelnen Segmenten zu entnehmen.

---

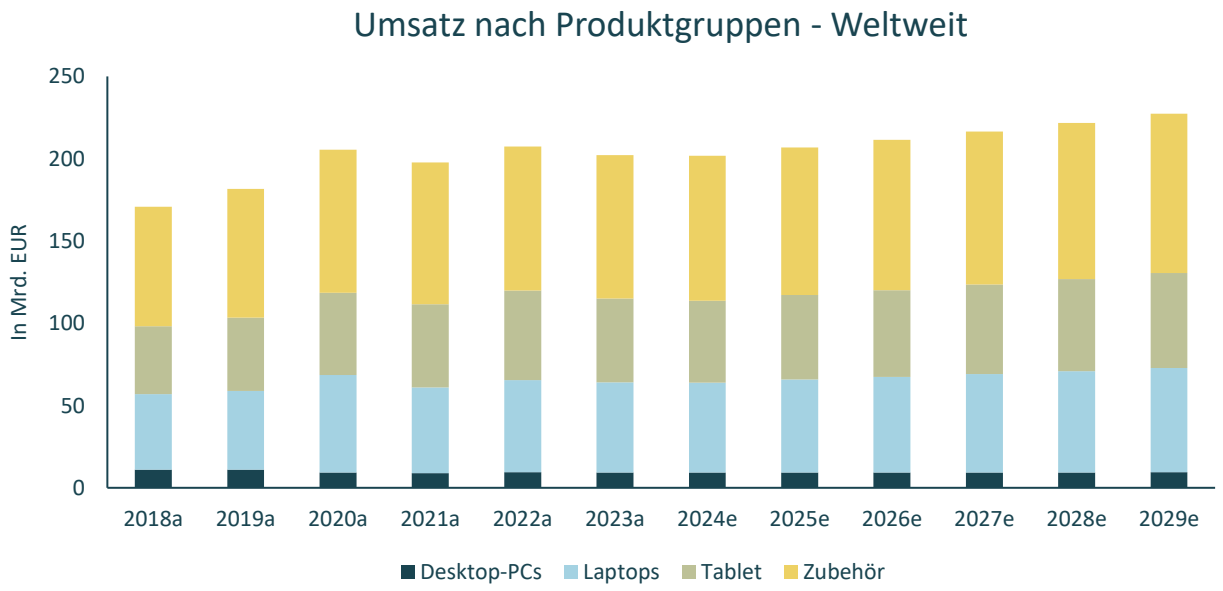
[44] Vgl. IDC, Global PC Shipments Return to Growth and Pre-Pandemic Volumes in the First Quarter of 2024, According to IDC Tracker, April 2024, abrufbar unter https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prUS52019024.

[45] Vgl. Canalys, Canalys projects 60% of PCs shipped in 2027 will be AI-capable, September 2023, abrufbar unter https://canalys.com/insights/canalys-projects-60-of-pcs-shipped-in-2027-will-be-ai-capable.

[46] Vgl. IDC, Global PC Shipments Return to Growth and Pre-Pandemic Volumes in the First Quarter of 2024, According to IDC Tracker, April 2024, abrufbar unter https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prUS52019024.

[47] Vgl. Grand View Research, Gaming PC Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product Category (Desktop, Laptop), By End-user (Professional Gamers, Casual Gamers), By Price Range (Low-, Mid-range), By Distribution Channel, And Segment Forecasts, 2023 – 2030, 2022, abrufbar unter https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/gaming-pc-market-report.

[48] Aufgrund der untergeordneten Bedeutung für die MEDION AG wird nicht näher auf das Segment Tablet eingegangen.



Die weltweiten Umsätze mit **Laptops** sollen ausgehend von EUR 56,0 Mrd. im Jahr 2023 auf EUR 63,4 Mrd. im Jahr 2029 zunehmen. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rd. 2,5 %.[49] Weitere Studien[50] prognostizieren vergleichbare Wachstumsraten für den weltweiten Laptop-Markt.[51] Ein wesentlicher Teil des prognostizierten Wachstums entfällt hierbei auf China (EUR 2,3 Mrd.) und Indien (EUR 1,1 Mrd.). Das Wachstum soll neben einem leichten Preiswachstum insbesondere aus einem mengenmäßigen Anstieg des Absatzvolumens resultieren.[52] Der Umsatz mit **Desktop-PCs** lag im Jahr 2023 bei EUR 9,4 Mrd. und soll bis zum Jahr 2029 lediglich um durchschnittlich rd. 0,2 % p. a. wachsen. Im Vergleich zum Laptop-Markt ist die Gaming-Hardware-Verbreitungsrate bei Desktop-PCs mit rd. 70,8 % im Jahr 2023 gegenüber rd. 23,7 % bei Laptops deutlicher höher. Es wird erwartet, dass der Anteil bis zum Jahr 2028 auf rd. 79,3 % steigen soll. Das globale Marktvolumen der **IT-Peripherie**[53] beträgt im Jahr 2023 EUR 87,2 Mrd. und soll bis zum Jahr 2029 auf EUR 96,6 Mrd. ansteigen, was einem jährlichen Wachstum von rd. 1,7 % entspricht.

Der **europäische** PC- und Zubehörmarkt verzeichnet im Jahr 2023 einen Gesamtumsatz von etwa EUR 43,8 Mrd. und liegt damit um rd. 3,4 % unter dem Vorjahreswert. Jedoch wird in den kom-

[49] Vgl. Statista, Desktop-PCs – Weltweit, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/computer-zubehoer/desktop-pcs/weltweit.

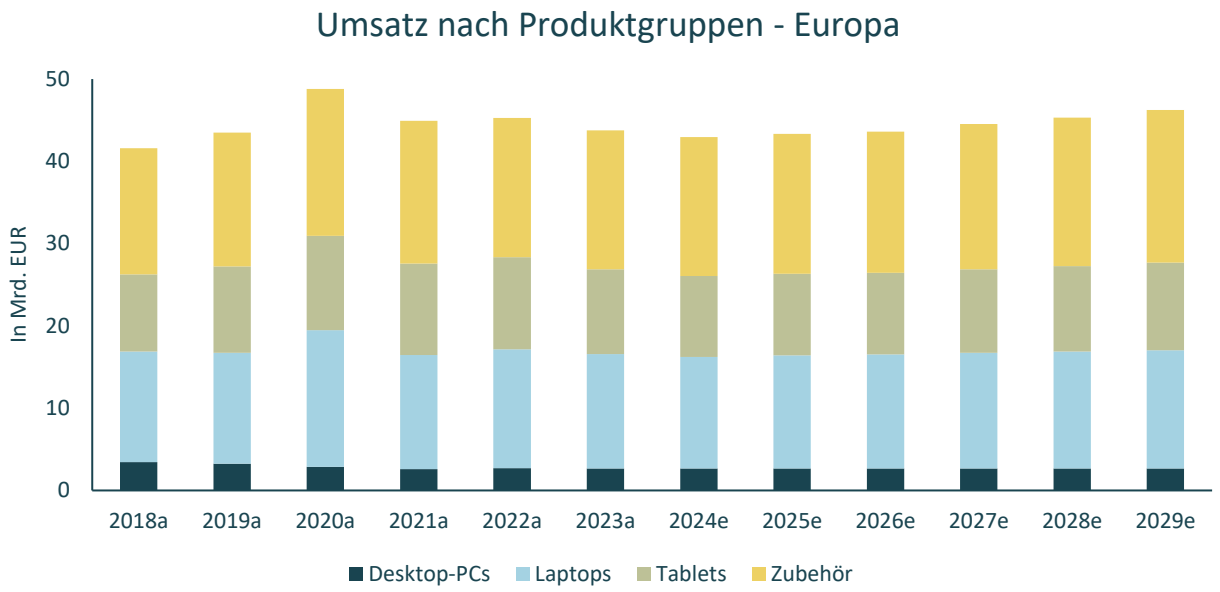
[50] Vgl. Straits Research, Laptop Market Size, Share & Trends Analysis Report, August 2024, abrufbar unter sowie Future Market Insights, Notebook Market Outlook from (2024 to 2034), November 2023, abrufbar unter https://www.futuremarketinsights.com/reports/notebook-market#:~:text=Notebook%20Market%20Outlook%20from%20(2024,forecast%20period%202024%20to%202034.

[51] Zu beachten ist jedoch, dass die Studien teilweise abweichende Betrachtungszeiträume aufweisen.

[52] Vgl. Statista, Desktop-PCs – Weltweit, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/computer-zubehoer/desktop-pcs/weltweit.

[53] Der Markt für IT-Peripherie umfasst laut Statista PC-Monitore und Projektoren, Tastaturen, Drucker und Kopierer sowie Datenspeicher.

menden Jahren wieder ein leichter Aufwärtstrend erwartet. Bis zum Jahr 2029 wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rd. 0,9 % auf ein Marktvolumen von EUR 46,2 Mrd. prognostiziert.[54]

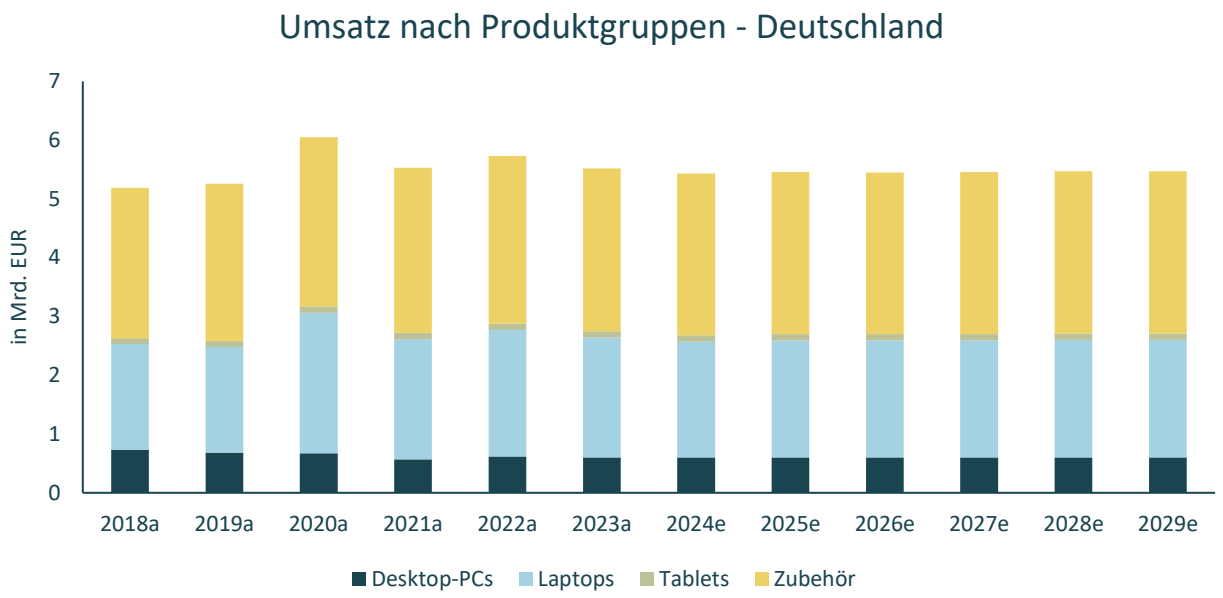


Die Umsätze im Segment **Laptop** sollen in Europa von EUR 13,9 Mrd. im Jahr 2023 auf EUR 14,4 Mrd. im Jahr 2029 steigen. Dies entspricht einem durchschnittlichen Wachstum von rd. 0,6 % p. a. und wird ausschließlich auf ein Preiswachstum zurückgeführt. Die Anzahl der verkauften Geräte soll im Prognosezeitraum um rd. 0,3 Mio. Geräte zurückgehen. Der Preisanstieg ist u. a. auf den geplanten Anstieg des Anteils der Gaming-Laptops von rd. 22,3 % im Jahr 2023 auf rd. 26,0% im Jahr 2028 zurückzuführen. Für das Segment **Desktop-PCs** wird erwartet, dass sowohl der Umsatz als auch die Absatzmenge in den Jahren 2023 bis 2029 relativ konstant bleiben. Der geplante Anstieg beim Zubehör im Prognosezeitraum geht im Wesentlichen auf die Bereiche PC-Monitore sowie Datenspeicher zurück.[55]

Der Umsatz im PC- und Zubehörmarkt in **Deutschland** ist im Jahr 2023 im Vergleich zum Vorjahr um rd. EUR 0,4 Mrd. bzw. rd. 5,1 % auf EUR 6,7 Mrd. gesunken. Bis zum Jahr 2029 wird ein durchschnittlicher Umsatzrückgang um rd. 0,4 % p. a. erwartet.

[54] Vgl. Statista, Laptops – Europa, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/computer-zubehoer/laptops/europa.

[55] Vgl. Statista, Desktop-PCs – Europa, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/computer-zubehoer/desktop-pcs/europa.



Der Markt für Laptops in Deutschland ist erheblich größer als der Desktop-PC-Markt und erbrachte im Jahr 2023 einen Gesamtumsatz in Höhe von EUR 2,0 Mrd. Es wird erwartet, dass ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2029 der Umsatz um durchschnittlich rd. 0,3 % p. a. sinkt. Der Umsatzrückgang resultiert bei einem moderaten Preisanstieg im Prognosezeitraum insbesondere aus einem Volumenrückgang um rd. EUR 0,2 Mio. Der deutsche Markt insgesamt ist geprägt von einer hohen Nachfrage nach leistungsfähigen Geräten mit modernem Design und umfangreichen Funktionen.[56] Für Desktop-PCs wird erwartet, dass bis zum Jahr 2029 sowohl das abgesetzte Volumen als auch der Preis nahezu konstant bleiben und dementsprechend auch der Gesamtumsatz wie auch im Jahr 2023 bei EUR 0,6 Mrd. liegen wird. Für das Segment Zubehör wird im Prognosezeitraum ein konstanter Umsatz in Höhe von EUR 2,8 Mrd. erwartet.

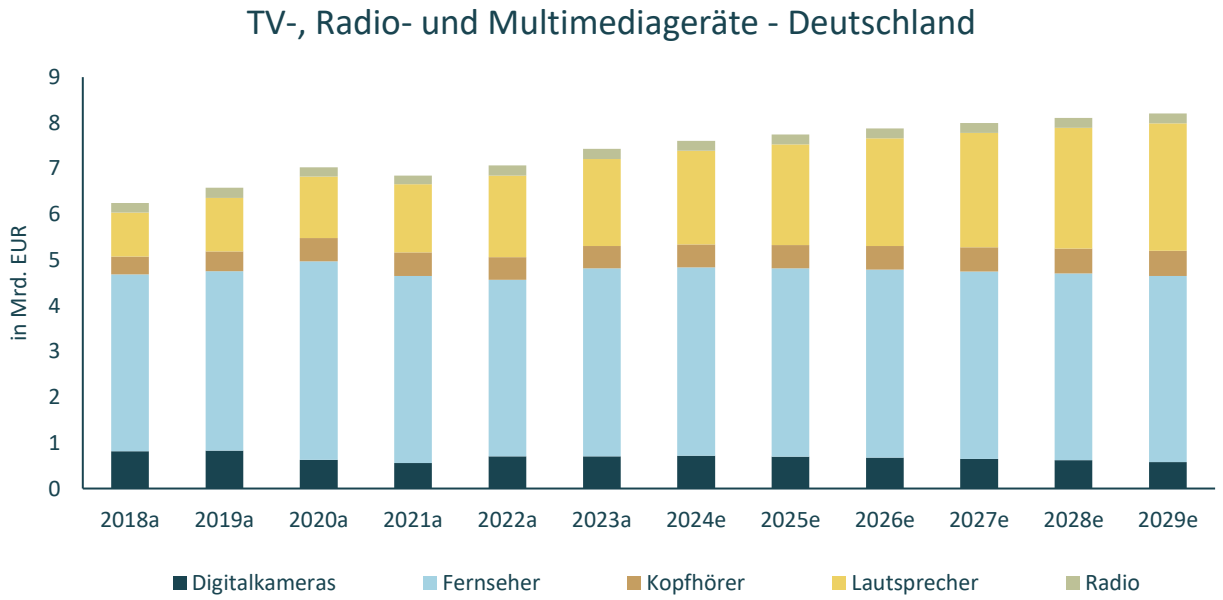
Insgesamt wird für alle betrachteten Märkte ein deutlicher Anstieg der Onlineverkäufe gegenüber dem stationären Handel erwartet. In Europa soll der Anteil der Onlineverkäufe um rd. 7,7%-Punkte von rd. 40,3 % im Jahr 2023 auf rd. 48,0 % im Jahr 2027 steigen. Für Deutschland wird erwartet, dass der Online-Anteil von rd. 39,9 % im Jahr 2023 auf rd. 42,4 % im Jahr 2027 ansteigen wird.

Es lässt sich somit festhalten, dass weltweit ein geringes jährliches Wachstum des Umsatzes im Bereich PC und Zubehör angenommen wird. Wesentliche Teile des Wachstums sollen hierbei insbesondere aus Schwellenländern resultieren. In Europa wird ein noch geringeres Wachstum und in Deutschland sogar ein leichter Marktrückgang erwartet. Ursächlich hierfür ist insbesondere die bestehende Marktsättigung. Weiterhin kommt es in allen betrachteten Märkten zu deutlichen Anteilsverschiebungen vom klassischen Offline-Handel zum Online-Handel.

[56] Vgl. Statista, Laptops – Deutschland, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/computer-zubehoer/laptops/deutschland.

TV, Radio und Multimedia

Das Segment TV, Radio und Multimedia soll in Deutschland ausgehend von EUR 7,4 Mrd. im Jahr 2023 bis zum Jahr 2029 um rd. 1,7 % p. a. wachsen.[57]



Das Wachstum resultiert hierbei nahezu ausschließlich aus den Bereichen Kopfhörer und Lautsprecher, während sich die anderen Bereiche nahezu konstant bzw. rückläufig entwickeln sollen.[58] Dies ist u. a. auf die zunehmende Verbreitung von Smartphones zurückzuführen. Smartphones sind längst nicht nur tragbare Telefongeräte, sondern vielmehr zu tragbaren Computern geworden und haben Geräte, wie beispielsweise Digitalkameras oder Radios, in Teilen obsolet gemacht.[59] Hinzu kommt der Trend, dass viele Verbraucher zunehmend Medien auf Mobilgeräten oder Tablets konsumieren, was den Fernseher als einziges Medium teilweise ersetzt oder ergänzt. Dies verringert den Bedarf an neuen TV-Geräten, insbesondere in kleineren Haushalten. Weiterhin haben viele Haushalte in Deutschland bereits hochauflösende TV-Geräte und zudem werden die Erneuerungszyklen länger.

Im Vergleich zu anderen Segmenten bzw. zum Consumer-Electronics-Markt allgemein wird in diesem Segment kein wesentlicher Anstieg der Onlineverkäufe angenommen. Der Anteil lag im Jahr 2023 bei rd. 30,3 % und soll lediglich auf rd. 31,6 % im Jahr 2027 steigen.

Der Markt für TV-Geräte und Multimedia-Elektronik ist in Deutschland sehr wettbewerbsintensiv. Internationale Marken wie Samsung, LG, Sony und Philips dominieren den Markt. Der starke Wettbewerb führt zu einem Preisdruck, insbesondere im mittleren und unteren Preissegment. Dies zeigt

[57] Vgl. Statista, Consumer Electronics – TV-, Radio und Multimediageräte, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/deutschland#umsatz.

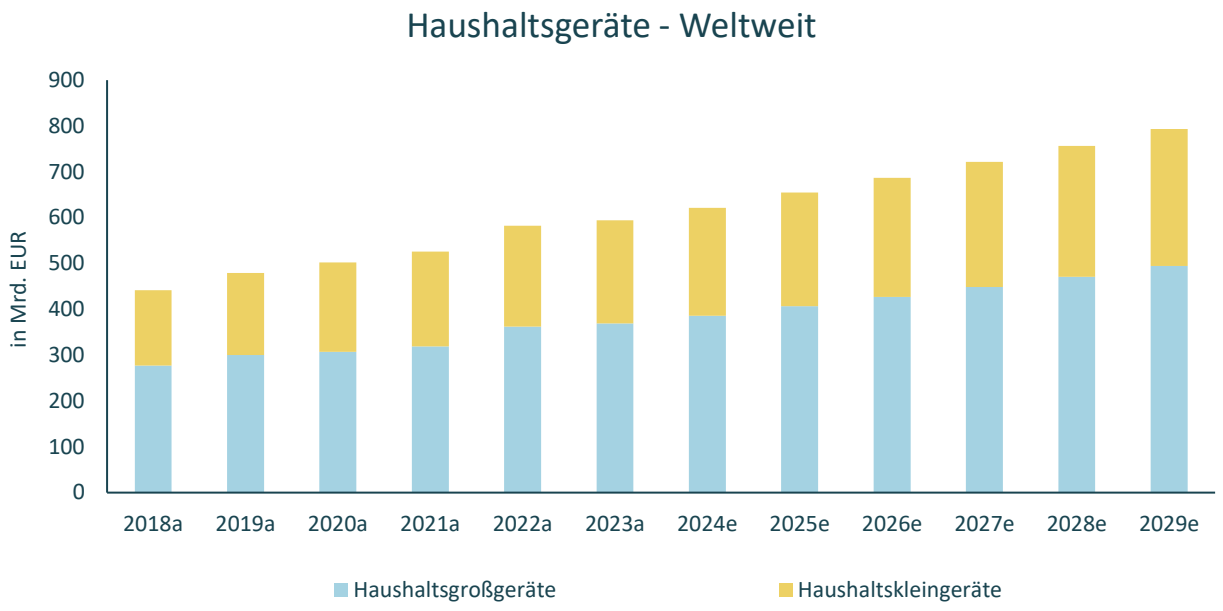
[58] Vgl. Statista, Consumer Electronics – TV-, Radio und Multimediageräte, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/deutschland#umsatz.

[59] Statista, Statistiken zur Unterhaltungselektronik, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/themen/722/unterhaltungselektronik/#:~:text=Marktsegmente,Jahr%202022%20(%2D14%20Prozent).

sich auch daran, dass zwar im Prognosezeitraum im Bereich TV ein jährliches Wachstum des Volumens geplant ist, der Gesamtumsatz aber aufgrund sinkender Preise konstant bleiben soll.[60]

Haushaltsgeräte

Der Markt für Haushaltsgeräte[61] unterteilt sich nach Haushaltsgroß- und Haushaltskleingeräten. Gemäß Statista wird erwartet, dass der weltweite Umsatz ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2029 um rd. 5,0 % p. a. steigt. Hierbei sollen die Umsätze im Markt für Haushaltsgroßgeräte um rd. 4,8 % p. a. und im Markt für Haushaltskleingeräte um rd. 5,3 % p. a. steigen. Analog zum Bereich Consumer Electronics wird auch für den Bereich Haushaltsgeräte erwartet, dass der Online-Umsatzanteil in den kommenden Jahren deutlich zunimmt. Ausgehend von rd. 26,1 % im Jahr 2023 wird prognostiziert, dass der Online-Umsatz bis zum Jahr 2028 auf rd. 38,2 % steigt.[62]



Wesentliche **Treiber** für den Haushaltsgerätemarkt sind u. a. die voranschreitende Integration von Smart-Home-Technologien, Entwicklungen im Bereich IoT sowie der Trend hin zu umweltfreundlichen und energieeffizienten Geräten. Weltweit wird das Wachstum auch durch den Anstieg beim verfügbaren Einkommen in den Schwellenländern angetrieben.

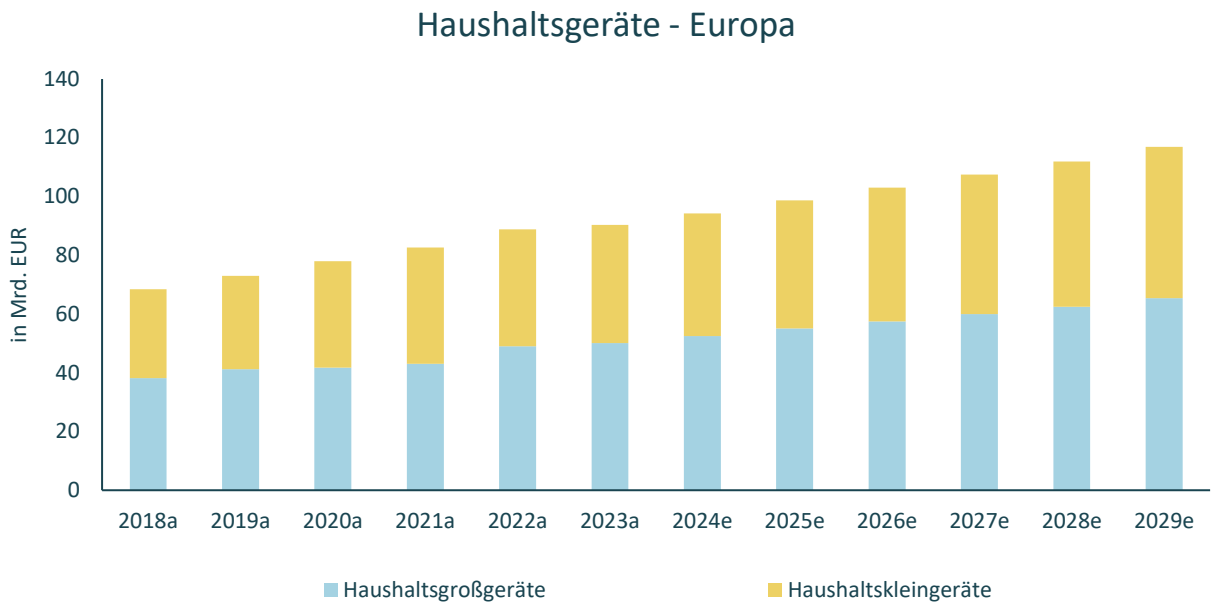
Für **Europa** wird für den Prognosezeitraum ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2029 mit einem durchschnittlichen Wachstum von rd. 4,4 % ein leicht geringeres Wachstum als weltweit

60 Vgl. Statista – TV-, Radio & Multimediageräte, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/tv-radio-multimediageraete/deutschland

61 Laut Statista umfasst dieser Markt Geräte, die üblicherweise in Privathaushalten verwendet werden, um verschiedene alltägliche Aufgaben wie Kochen, Waschen, Reinigen oder Kühlen zu erfüllen.

62 Vgl. Statista – Haushaltsgeräte, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/haushaltsgeraete/weltweit.

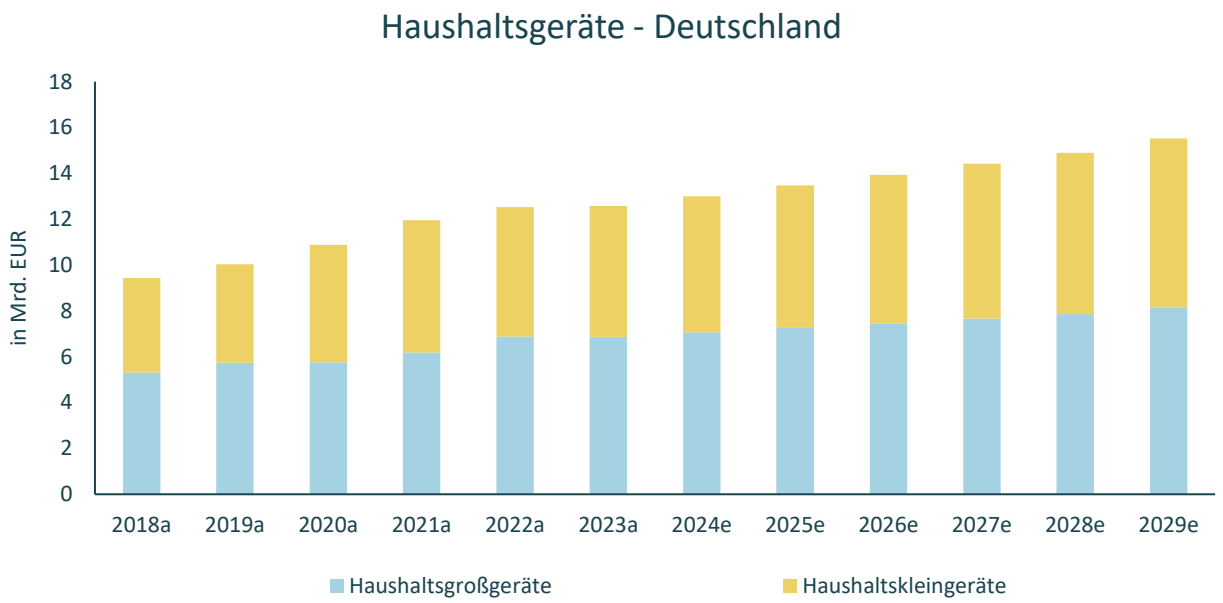
angenommen. Entgegen der weltweiten Marktentwicklung soll in Europa der Haushaltsgroßgerätemarkt mit rd. 4,5 % p. a. leicht stärker wachsen als der Haushaltskleingerätemarkt mit rd. 4,2 % p. a.[63]



In **Deutschland** kam es im Jahr 2022 gegenüber dem Vorjahr 2021 infolge der Überwindung der COVID-19-Pandemie zu einem deutlichen Volumenrückgang von rd. 13,5 Mio. Stück. Aufgrund eines gleichzeitig gegenläufigen deutlichen Preisanstiegs ist der Gesamtumsatz im Jahr 2022 dennoch leicht um rd. EUR 0,6 Mrd. auf EUR 12,5 Mrd. gestiegen. Für das Jahr 2023 beträgt der Gesamtumsatz EUR 12,6 Mrd. und ist somit nahezu konstant zum Vorjahr. Bis zum Jahr 2029 soll der Gesamtumsatz auf EUR 15,5 Mrd. ansteigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 3,6 %. Hierbei soll der wesentliche Teil des Wachstums mit rd. 4,3 % p. a. auf den Haushaltskleingerätemarkt entfallen, während der Markt für Haushaltsgroßgeräte um rd. 2,9 % p. a. zunehmen soll.

In den vergangenen Jahren stieg die Bedeutung des Online-Handels als Vertriebskanal in dieser Branche in Deutschland deutlich. So wurden im Jahr 2018 lediglich rd. 29,1 % der Umsätze online generiert, während es im Jahr 2023 bereits rd. 44,6 % waren. Diese Entwicklung wird sich in den kommenden Jahren voraussichtlich fortsetzen, sodass im Jahr 2027 bereits rd. 54,1 % der Umsätze online erzielt werden sollen.[64] Der Online-Handel gewinnt in diesem Markt somit zunehmend an Bedeutung, weswegen immer mehr Händler ihre Vertriebskanäle entsprechend anpassen und auf den Online-Handel umsteigen.[65]

[63] Vgl. Statista – Haushaltsgeräte, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/outlook/cmo/haushaltsgeraete/europa.
[64] Vgl. Statista, Haushaltsgeräte, 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/statistik/kategorien/kategorie/15/themen/127/branche/haushaltsgeraete/#overview.
[65] Vgl. IBIS World, Electrical Household Appliance Retailers in Germany – Auf einen Blick, Juni 2024.



Der deutsche Haushaltsgerätemarkt ist durch einen sehr intensiven Wettbewerb gekennzeichnet. Zu den Hauptakteuren gehören sowohl internationale Konzerne als auch nationale Anbieter. Hierzu gehören u. a. Robert Bosch GmbH, Siemens AG, Miele & Cie. KG, Whirlpool Corporation, Electrolux AB, LG Electronics Inc., Samsung Electronics Co Ltd., AE und Midea Group CO. Ltd. Der deutsche Markt für Haushaltsgeräte kann als weitgehend gesättigt angesehen werden, insbesondere bei traditionellen Geräten wie z. B. Kühlschränken, Waschmaschinen oder Geschirrspülern, die im Haushalt in aller Regel bereits vorhanden sind. Die Nachfrage konzentriert sich zunehmend auf Ersatzkäufe oder Technologie-Upgrades. Die Kunden im Markt für elektronische Haushaltsgeräte haben in der Regel eine hohe Verhandlungsstärke, da verschiedene Händler oftmals gleiche Produkte anbieten. Wesentlicher Entscheidungsfaktor ist hierbei der Preis, da die Preissensibilität in Deutschland insbesondere im unteren und mittleren Preissegment sehr hoch ist. Neue Wettbewerber im Markt sind oft zu Marktpenetrationsstrategien gezwungen, um schnell Marktanteile durch geringe Preissetzung zu generieren.[66]

Der Trend zur Digitalisierung und Automatisierung soll sich verstärken, da Verbraucher immer mehr nach komfortablen, vernetzten Lösungen suchen. Auch die Nachfrage nach energieeffizienten Geräten wird angesichts steigender Energiekosten und eines zunehmenden Umweltbewusstseins weiter zunehmen.[67]

Es lässt sich somit festhalten, dass der Haushaltsgerätemarkt in Deutschland durch eine hohe Wettbewerbsintensität, Marktsättigung und Preissensibilität geprägt ist. Im Gegensatz zu Consumer-Electronics-Produkten ist die Nachfrage nach Haushaltsgeräten relativ konstant, da die Pro-

[66] Vgl. IBIS World, Electrical Household Appliance Retailers in Germany – Auf einen Blick, Juni 2024.
[67] Vgl. IBIS World, Electrical Household Appliance Retailers in Germany – Auf einen Blick, Juni 2024.

dukte teilweise essentiell für den täglichen Bedarf sind. Zukünftiges Wachstum soll neben Ersatzkäufen insbesondere aus technischen Innovationen im Zusammenhang mit Digitalisierung, Automatisierung sowie Energieeffizienz resultieren.

Telekommunikation

Wie bereits unter Abschnitt C.II.1.c) dargestellt bietet die MEDION AG innerhalb des Segments Direktgeschäft Dienstleistungen im Telekommunikationsgeschäft an. Die MEDION AG agiert dabei in Deutschland, in Kooperation mit dem Mobilfunkanbieter Telefónica Deutschland (O2) bzw. in Australien mit dem Telekommunikationsunternehmen Telstra Corporation. Angeboten werden Mobilfunkdienstleistungen ausschließlich im Prepaid-Segment. Die MEDION AG besitzt weder in Deutschland noch in Australien eine eigene Netzinfrastruktur.

Nachfolgend wird ein kurzer Überblick über den Telekommunikationsmarkt und dort insbesondere den Bereich Mobilfunk sowie über die wesentlichen erwarteten Trends gegeben. Ferner werden die beiden wesentlichen Absatzmärkte der MEDION AG näher analysiert.

Der Telekommunikationsmarkt lässt sich gemäß Statista grundsätzlich in die Segmente Mobilfunk, Festnetz und Kabelnetz unterteilen. Der Mobilfunkbereich umfasst hierbei drahtlose Kommunikation und mobile Datendienste. Das Festnetz bietet leitungsgebundene Telefonverbindungen und Breitbandinternet, die über Kupferleitungen oder Glasfaserkabel bereitgestellt werden. Das Kabelnetz umfasst vor allem Dienstleistungen im Bereich Fernsehen und Breitbandinternet.[68]

<u>Mobilfunkanbieter</u>

Der Mobilfunkmarkt kann sowohl in Deutschland als auch in Australien grundsätzlich in zwei Kategorien unterteilt werden. Zum einen in **netzbetreibende Mobilfunkanbieter** (Mobile Network Operators, im Folgenden auch „MNOs“) und zum anderen in **netzunabhängige Mobilfunkanbieter** auch sog. mobile virtuelle Netzbetreiber (Mobile Virtual Network Operators, im Folgenden auch „MVNOs“).

MNOs verfügen über eigene Mobilfunknetze und betreiben die dazugehörige Infrastruktur, einschließlich Funkmasten und Sendestationen. Sie können somit Mobilfunkdienste direkt über ihre eigene Netzinfrastruktur anbieten. MVNOs dagegen sind darauf angewiesen, Kapazitäten von MNOs anzumieten, um auf dieser Grundlage eigene Mobilfunkdienste anzubieten. Da MVNOs keine Investitionen in den Aufbau und die Wartung eines eigenen Netzes tätigen, treten sie primär als Wiederverkäufer von Mobilfunkdiensten auf und konzentrieren sich durch maßgeschneiderte Tarifstrukturen auf spezifische Marktsegmente.[69]

[68] Vgl. Statista, Telekommunikation Deutschland, Februar 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/themen/1239/telekommunikation-deutschland/#topicOverview.

[69] Vgl. Gartner, Definition of Mobile Virtual Network Operator (MVNO)/Definition of Mobile Network Operator (MNO).

Zusätzlich lässt sich noch das sog. **Agentenmodell** unterscheiden, bei dem der Anbieter im Auftrag eines Mobilfunknetzbetreibers agiert. Der Agent verkauft dabei Verträge und Dienstleistungen des Netzbetreibers an Kunden, ohne selbst die volle Verantwortung für das Mobilfunkgeschäft zu tragen. Im Gegensatz zu einem reinen MVNO kauft er somit keine Netzkapazitäten.

In Deutschland werden die öffentlichen Mobilfunknetze von der Telekom Deutschland GmbH, der Vodafone GmbH, der Telefónica Germany GmbH & Co. OHG und der 1&1 Mobilfunk GmbH betrieben.[70] In Australien sind die drei Haupt-Mobilfunknetzbetreiber Telstra Corporation Limited, Singtel Optus Pty Limited und TPG Telecom Limited (Vodafone Australia).[71]

Tarifmodelle

Im Mobilfunk gibt es eine Vielzahl von Tarifmodellen, die sich in verschiedenen Aspekten wie Abrechnungsart, Datenvolumen, Vertragslaufzeit und enthaltenen Zusatzleistungen unterscheiden. Grundsätzlich können diese aber in Postpaid-Modelle und Prepaid-Modelle unterschieden werden.

Das **Postpaid-Modell** basiert auf einem Vertragsmodell, bei dem der Kunde monatlich eine Rechnung für seine Nutzung erhält. Die Kosten werden somit nachträglich berechnet. In der Regel werden hierbei feste monatliche Gebühren oder Pauschalen für eine bestimmte Laufzeit festgelegt. Beim **Prepaid-Modell** hingegen lädt der Kunde im Voraus ein Guthaben auf, von dem die Kosten für die jeweilige Nutzung abgezogen werden. Sobald das Guthaben aufgebraucht ist, sind weitere Dienstleistungen bis zur erneuten Aufladung nicht verfügbar.

Trends im Mobilfunkmarkt

Nachfolgend werden einige der wesentlichen Trends im Mobilfunkmarkt beschrieben:

Fünfte Generation (5G)

Die fünfte Generation (5G) der Mobilfunktechnologie, bietet im Vergleich zu ihren Vorgängerversionen signifikant höhere Datenübertragungsraten, geringere Latenzzeiten und eine größere Netzwerk-Kapazität. Diese Technologie ermöglicht nicht nur schnellere Internetverbindungen, sondern verbessert auch die Echtzeitkommunikation erheblich. Der fortschreitende Ausbau von 5G-Netzen und Glasfaserinfrastruktur leistet einen wesentlichen Beitrag zur Weiterentwicklung der Kommunikationsinfrastruktur und zur Digitalisierung. Die Verbreitung von 5G hat in Deutschland bereits die Nutzung von 4G-Technologie übertroffen und weist eine anhaltende Wachstumsdynamik auf. Es wird prognostiziert, dass 5G bis zum Jahr 2029 weltweit die dominante Mobilfunktechnologie sein wird.[72]

[70] Vgl. Bundesnetzagentur, Mobilfunknetze - Mobilfunk-Monitoring, Juli 2024.
[71] Vgl. Australian Competition and Consumer Commission, Mobile Infrastructure Report, November 2023.
[72] Vgl. Tridens Technology, Statistiken der Telekommunikationsbranche - Überblick 2024; GSMA Intelligence, 5G Momentum Continues with 1.6 Billion Connections Worldwide, Rising to 5.5 Billion by 2030, According to GSMA Intelligence, Februar 2024.

Machine-to-Machine (M2M)-Kommunikation

M2M-Kommunikation bezeichnet die direkte Datenübertragung und Interaktion zwischen Maschinen oder Systemen ohne menschliches Eingreifen. Die Kommunikation erfolgt hierbei meist über Mobilfunknetze oder andere drahtlose Verbindungen. Diese Technologie ermöglicht eine automatisierte und effiziente Kommunikation in verschiedenen Anwendungsbereichen, einschließlich der industriellen Fertigung, Logistik und Smart Home. Im Kontext des IoT gewinnt M2M-Kommunikation zunehmend an Relevanz, da sie eine Echtzeitdatenübertragung und dadurch optimierte Betriebsabläufe ermöglicht. Fortschritte in 5G sind ein weiterer Treiber für das Wachstum des Marktes für M2M-Kommunikation, da hierdurch eine schnellere, zuverlässigere und latenzärmere Kommunikation zwischen Geräten ermöglicht wird. Für den M2M-Kommunikation-Markt wird bis zum Jahr 2029 ein durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 7,3 %[73] und 12,7 %[74] erwartet.

eSim (embedded Subscriber Identity Module)

Eine SIM-Karte ist ein physisches Modul, das in mobilen Geräten verwendet wird, um den Benutzer im Mobilfunknetz zu identifizieren und den Zugang zu Diensten wie Anrufen, SMS und mobilen Daten zu ermöglichen. Die eSIM dagegen ist eine fest integrierte, nicht herausnehmbare SIM-Karte, die direkt in das Gerät eingebaut ist und die Nutzung von Mobilfunkdiensten ermöglicht. Diese Technologie vereinfacht die Aktivierung und Verwaltung von Geräten, da sie in der Lage ist, mehrere Mobilfunkanbieterprofile zu speichern. eSIMs bieten den Nutzern somit mehr Flexibilität und Komfort. Ein wesentlicher Grund für die Einführung und das Wachstum der eSIM ist das starke Wachstum im IoT-Markt und in Zusammenhang damit auch die M2M-Kommunikation. Im Prognosezeitraum von 2024 bis 2029 wird für den globalen eSIM-Markt eine jährliche Wachstumsrate von rd. 7,1 % prognostiziert.[75]

Mobilfunkmarkt in Deutschland

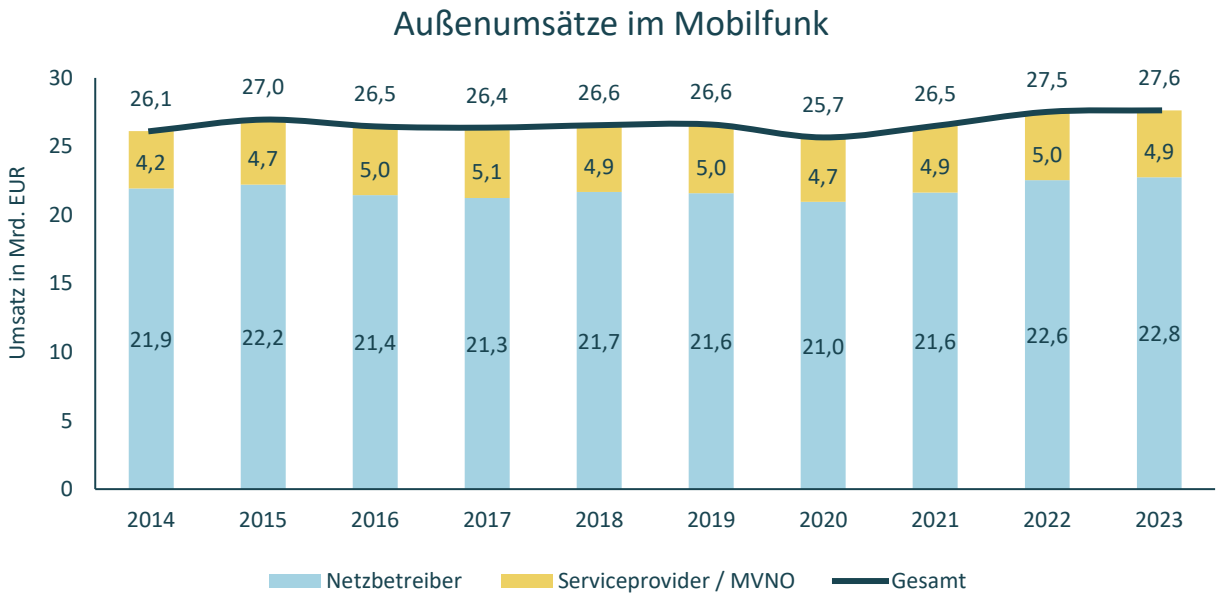
Gemäß Daten der Bundesnetzagentur liegen – nach vorläufigen Berechnungen – die Außenumsatzerlöse[76] im Telekommunikationsmarkt in Deutschland im Jahr 2023 bei EUR 59,9 Mrd., was einem Anstieg von rd. 1,2 % gegenüber dem Jahr 2022 entspricht.

[73] Vgl. Mordor Intelligence, M2M Connections Market - Size, Share & Industry (2024 – 2029); Global Market Insights, Machine-to-Machine Connections Market Size Report (2024 – 2032), Februar 2024.
[74] Vgl. MarketsandMarkets, Machine-to-machine (M2M) Connections Market Report, Januar 2024.
[75] Vgl. Mordor Intelligence, Embedded SIM Market Size & Share Analysis (2024 - 2029).
[76] Die Außenumsatzerlöse im Mobilfunkmarkt gemäß der Definition der Bundesnetzagentur beziehen sich auf die Umsätze, die Mobilfunkanbieter durch Dienstleistungen oder den Verkauf von Produkten gegenüber Endkunden (Privat- und Geschäftskunden) erzielen.

Außenumsatzerlöse auf dem deutschen Telekommunikationsmarkt						
EUR	2021		2022		2023*	
	in Mrd.	in %	in Mrd.	in %	in Mrd.	in %
Außenumsatzerlöse Festnetz	31,0	53,1	30,9	52,2	31,7	52,9
Außenumsatzerlöse Mobilfunk	26,5	45,4	27,5	46,5	27,6	46,1
sonstige Außenumsatzerlöse	0,9	1,5	0,8	1,3	0,6	1,0
Summe	**58,4**	**100,0**	**59,2**	**100,0**	**59,9**	**100,0**

**Prognose*

Wie der vorstehenden Tabelle zu entnehmen ist, entfallen rd. 52,9 % der Außenumsatzerlöse im Jahr 2023 auf das Segment Festnetz und rd. 46,1 % auf das Segment Mobilfunk. Nachfolgend dargestellt ist die Entwicklung der Umsatzerlöse im Segment Mobilfunk in den letzten 10 Jahren.

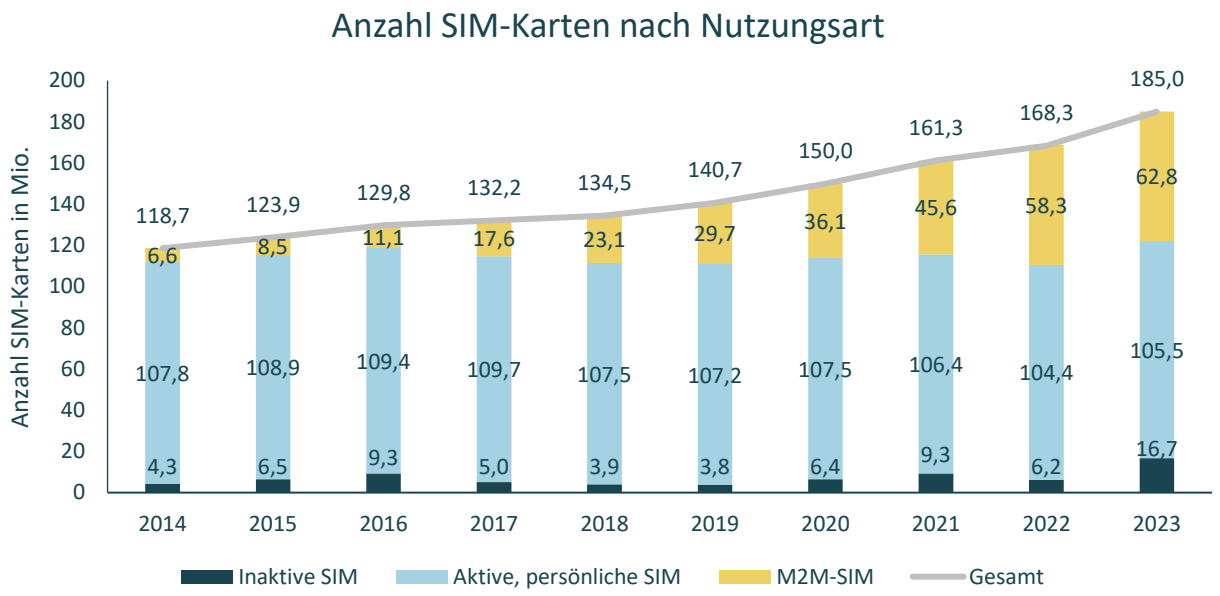


Hiernach lässt sich festhalten, dass die Umsatzerlöse seit dem Jahr 2014 bis zum Jahr 2023 vergleichsweise konstant waren und zwischen rd. EUR 25,7 Mrd. und EUR 27,6 Mrd. schwankten. Innerhalb des Segments Mobilfunk weist die Verteilung der Umsatzerlöse zwischen Netzbetreibern (MNO) und Dienstleistern (MVNO) deutliche Unterschiede auf. Der Umsatzanteil der MNO beträgt im Betrachtungszeitraum im Durchschnitt rd. 81,8 %, während auf MVNO im Durchschnitt lediglich 18,2 % der Umsatzerlöse entfallen. Dabei ist der Umsatzanteil der MVNO seit dem Jahr 2017 mit 19,4 % bis zum Jahr 2023 mit 17,7 % kontinuierlich zurückgegangen.[77]

Trotz der vergleichsweise konstanten Umsatzerlöse im Mobilfunkmarkt hat sich die Anzahl der **Mobilfunkanschlüsse** bzw. die Anzahl der **registrierten SIM-Profile** in Deutschland im Zeitraum von 2019 bis 2023 signifikant erhöht. Im Jahr 2019 wurden rd. 140,7 Mio. SIM-Karten in Deutschland registriert. Bis Ende des Jahres 2023 stieg die Anzahl auf rd. 185,0 Mio. Anschlüsse, was

[77] Vgl. Bundesnetzagentur, Jahresbericht Telekommunikation (2016 – 2023).

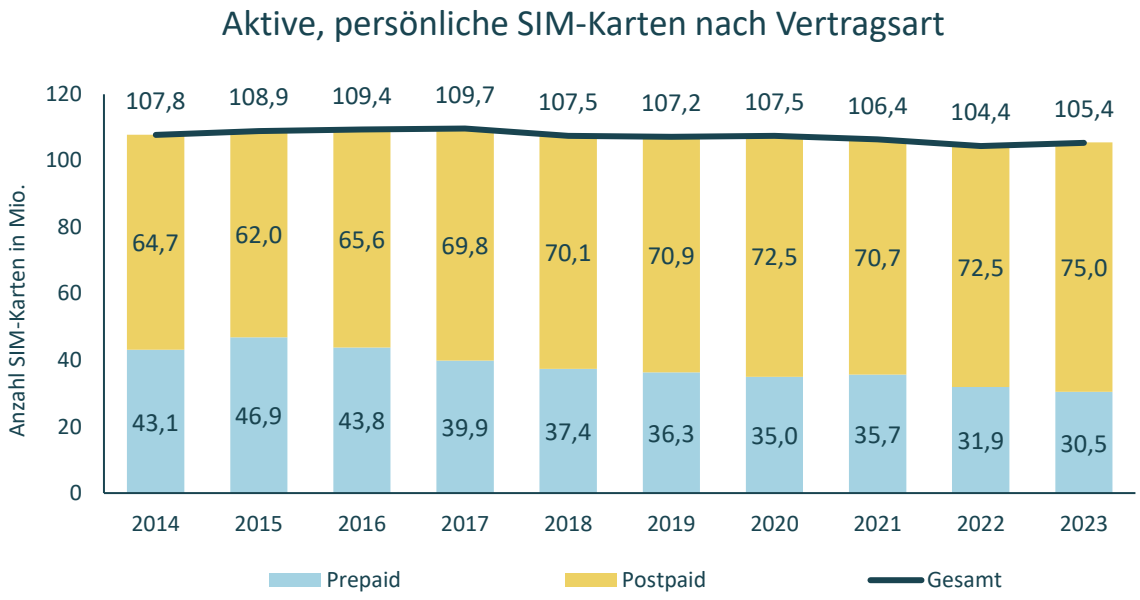
einem Wachstum von rd. 31,5 % entspricht.[78] Bis zum März 2024 stieg die Zahl weiter auf 189,5 Mio. SIM-Karten.[79]



Dieses Wachstum ist nahezu ausschließlich auf die Zunahme von M2M-Anschlüssen zurückzuführen. Für die kommenden Jahre wird entsprechend dem Wachstum im M2M-Markt ein weiteres Wachstum für M2M-Anschlüsse prognostiziert. Im Gegensatz hierzu ist für die Anzahl der aktiv genutzten persönlichen SIM-Karten[80] ein leichter Rückgang von 107,2 Mio. im Jahr 2019 auf 105,5 Mio. im Jahr 2023 zu verzeichnen.[81] Somit entfallen statistisch rd. 1,2 SIM-Profile auf jeden Einwohner. Auf Basis der Entwicklung lässt sich festhalten, dass der Markt für SIM-Karten zur persönlichen Nutzung gesättigt ist. [82]

Innerhalb des Marktes für persönlich genutzte SIM-Karten gab es in den letzten 10 Jahren eine deutliche **Verschiebung von Prepaid-Modellen zu Postpaid-Verträgen**. Während im Jahr 2014 der Anteil von Prepaid-Modellen bei persönlichen SIM-Karten noch bei rd. 40,0 % bzw. 43,1 Mio. SIM-Karten lag, ist der Anteil bis zum Jahr 2023 auf rd. 28,9 % bzw. 30,5 Mio. SIM-Karten zurückgegangen.[83]

[78] Vgl. Statista – Anzahl der Mobilfunkanschlüsse in Deutschland, März 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/statistik/daten/studie/3907/umfrage/mobilfunkanschluesse-in-deutschland/.
[79] Vgl. Bundesnetzagentur, Marktdaten - Teilnehmerentwicklung im Mobilfunk, Juni 2024.
[80] Bei der Zählung von aktiv genutzten SIM-Profilen werden nur solche erfasst, über die in den letzten drei Monaten kommuniziert oder zu denen eine Rechnung in diesem Zeitraum gestellt wurde.
[81] Vgl. Statista – Anzahl der Mobilfunkanschlüsse in Deutschland, März 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/statistik/daten/studie/3907/umfrage/mobilfunkanschluesse-in-deutschland/.
[82] Vgl. DIALOG CONSULT / VATM – 25. TK-Marktanalyse Deutschland 2023, S. 31.
[83] Vgl. Bundesnetzagentur, Jahresbericht Telekommunikation (2016 – 2023).



Diese Entwicklung ist primär auf die verstärkte Nutzung von Datendiensten sowie auf die erhöhte Transparenz der Tarifstrukturen zurückzuführen. Insbesondere Postpaid-Verträge mit 5G-Optionen gewinnen zunehmend an Bedeutung.[84] Durch das Angebot von sog. Flatrates für Telefonie, SMS und Daten hat sich die Transparenz von Verträgen deutlich verbessert, was auch die Planbarkeit der Kosten erhöht hat. Darüber hinaus wurde durch die Einführung der strengeren Identifikationspflichten für Prepaid-Nutzer – u. a. durch das Telekommunikationsgesetz – der Kauf von Prepaid-SIM-Karten erschwert. Für die kommenden Jahre wird ein weiterer Rückgang der Prepaid-SIM-Karten prognostiziert.

Der **durchschnittliche monatliche Erlös pro Kunde** (Average Revenue per User, im Folgenden „ARPU“) lag in Deutschland im 4. Quartal 2023 zwischen EUR 9,0 und EUR 12,8 je nach Netzbetreiber.[85] Langfristig ist auch hier ein Rückgang zu beobachten. So lag der ARPU im 4. Quartal des Jahres 2014 je nach Netzbetreiber noch zwischen EUR 10,9 und EUR 15,1.[86] Der Rückgang ist insbesondere auf die Marktsättigung und den daraus resultierenden Preisdruck zurückzuführen. Generell ist hierbei festzuhalten, dass der ARPU im Bereich Prepaid deutlich unterhalb des ARPU im Bereich Postpaid liegt. Im Bereich Prepaid[87] betrug der ARPU zwischen EUR 2,0 und EUR 4,40.[88]

---

84 Vgl. DIALOG CONSULT / VATM – 25. TK-Marktanalyse Deutschland 2023, S.32.

85 Ohne 1&1, da die Daten von Statista nur Telefonica, Telekom und Vodafone umfassen.

86 Vgl. Statista – ARPU der Mobilfunknetzbetreiber in Deutschland, Februar 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/statistik/daten/studie/3683/umfrage/arpu-der-mobilfunknetzbetreiber-in-deutschland/.

87 Hierbei ist anzumerken, das Telefonica Deutschland keine Daten unterteilt nach Postpaid und Prepaid zur Verfügung stellt.

88 Vgl. Statista – ARPU der Deutschen Telekom im Mobilfunk in Deutschland, August 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/statistik/daten/studie/275502/umfrage/arpu-der-deutschen-telekom-im-mobilfunk-in-deutschland/ / Vgl. Statista – ARPU von Vodafone im Mobilfunk in Deutschland, Juli 2024, abrufbar unter https://de.statista.com/statistik/daten/studie/163971/umfrage/arpu-von-vodafone-deutschland-im-mobilfunk/.

Der deutsche Mobilfunkmarkt wird wie bereits dargestellt insbesondere von den vier Netzbetreibern dominiert, da diese wesentlichen Teile des Marktes kontrollieren. Insgesamt ist der **Wettbewerb** zwischen den einzelnen Anbietern intensiv. Aufgrund der geringen Wachstumschancen versuchen die Anbieter, Marktanteile durch aggressive Preispolitik und attraktive Angebote zu gewinnen. Zusätzlich zu den Netzbetreibern gibt es eine Vielzahl an MVNOs oder sog. Mobilfunkdiscounter, die den Wettbewerb im Niedrigpreissegment weiter erhöhen. Nachfolgend dargestellt sind die wesentlichen Submarken der Netzbetreiber[89]:

Submarken der Netzbetreiber			
Telekom	**Vodafone**	**Telefónica**	**1&1**
congstar	allmobil	ALDI Talk	1&1
EDEKA smart	goood	Ay Yildiz	Bild connect
fraenk	Lidl Connect	Blau	Deutschland SIM
ja! Mobil	otelo	Fonic	discoTEL
NORMA connect	SIMon mobile	NettoKOM	eteleon
FCB Mobil	FYVE	netzclub	free-prepaid
Kaufland mobil	BIGsim	Nova mobil	Galaxy EXPERTE
Penny Mobil	rossmann	Ortel Mobile	GMX
	Bild mobil	Tchibo Mobil	handyvertrag.de
		TürkeiSIM	maXXim
		WhatsApp SIM	M2M-mobil
			Premium SIM
			sim.de
			simdiscount
			simplytel
			smartmobil.de
			Web.de
			win.SIM
			yourfone

Zusätzlich zu den genannten Anbietern gibt es in Deutschland mit der Freenet AG und Lebara Mobile Germany Limited weitere wesentliche MVNOs. Im Unterschied zu den in der Tabelle dargestellten Anbietern, können die Kunden dieser MVNOs je nach Tarif und Angebot aus unterschiedlichen Netzen auswählen. Freenet ist im Wesentlichen unter den Marken Freenet und klarmobil.de aktiv.

Insgesamt ist festzuhalten, dass der deutsche Mobilfunkmarkt von einem intensiven Wettbewerb mit einer Vielzahl von Anbietern geprägt ist, wobei die Netzbetreiber wesentliche Marktanteile halten. Anhand der Entwicklung der SIM-Karten sowie der Umsatzentwicklung der letzten Jahre lässt sich erkennen, dass bereits eine hohe Sättigung des Mobilfunkmarktes vorliegt und Wachstum dem Grunde nach nur durch Verdrängung von Wettbewerbern stattfindet. Zukünftig ist zu erwarten, dass es zu einer weiteren Verschiebung von Prepaid-Modellen zu Postpaid-Modellen kommt.

[89] Auf Basis eigener Recherchen.

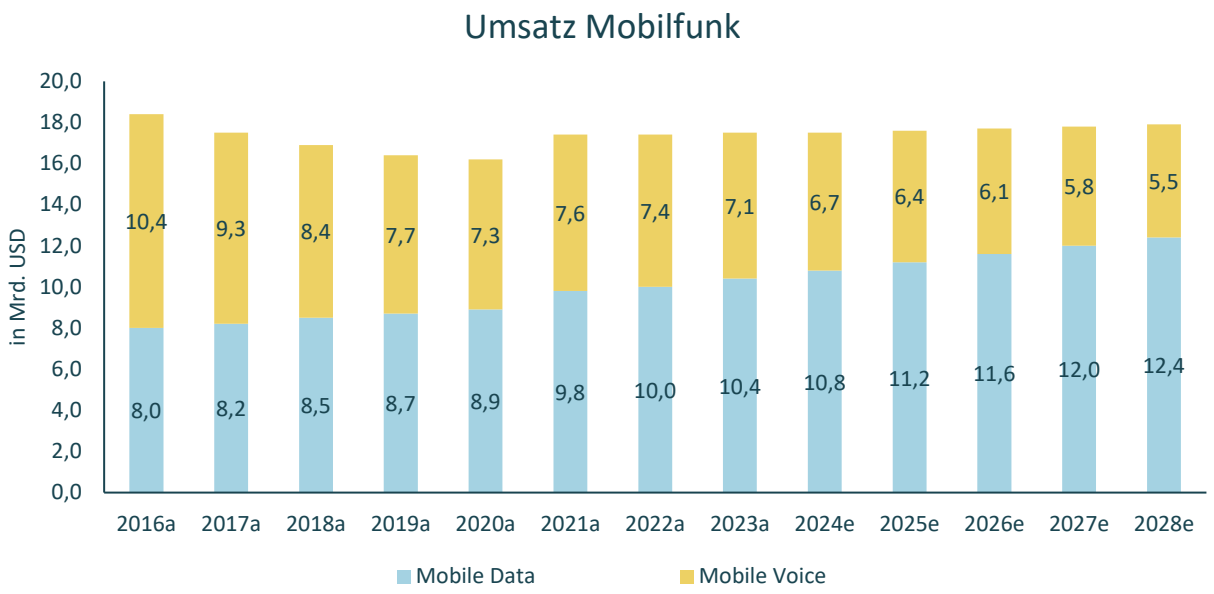
Mobilfunkmarkt in Australien

Der Telekommunikationsmarkt in Australien hat in den Jahren 2018 bis 2023 einen durchschnittlichen jährlichen Rückgang von rd. 1,8 % verzeichnet und erreichte im Jahr 2023 ein Marktvolumen von rd. USD 33,7 Mrd. Ursächlich für den Rückgang sind die Verschärfung des Preiswettbewerbs im Mobilfunk und die gleichzeitig sinkenden Umsatzerlöse aus dem Bereich Festnetz. Die Einnahmen aus dem Bereich Festnetz gehen zurück, da Verbraucher zunehmend auf schnellere und flexiblere Telekommunikationslösungen wie 5G umsteigen. Für den Zeitraum bis 2028 wird von IBIS World ein durchschnittlicher jährlicher Umsatzanstieg von rd. 1,6 % auf insgesamt USD 36,4 Mrd. prognostiziert.[90] Der Markt in Australien ist hinsichtlich der beschriebenen übergeordneten Trends generell vergleichbar mit dem deutschen Markt.

Das Marktvolumen im **Mobilfunksegment** in Australien ist in den Jahren 2018/19 bis 2023/24 um durchschnittlich jährlich rd. 2,8 % zurückgegangen. Für das Jahr 2023/24 wird erwartet, dass das Marktvolumen rd. USD 22,3 Mrd. betragen wird. Die rückläufige Entwicklung im Betrachtungszeitraum wird überwiegend auf die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie zurückgeführt. Insbesondere die Netzbetreiber standen vor erheblichen Herausforderungen, neue Kunden zu gewinnen, da die Zahl der internationalen Besucher – die einen wesentlichen Teil der Mobilfunkkunden ausmachen – stark zurückging. Bis zum Jahr 2028/29 prognostiziert IBIS World ausgehend vom Jahr 2023/24 ein moderates Umsatzwachstum von rd. 0,8 % p. a. auf USD 23,2 Mrd.[91] Der australische Mobilfunkmarkt befindet sich aktuell in einer Reifephase. Der Markt wurde in den letzten Jahren stärker gesättigt und das Nutzerwachstum ist tendenziell stabil. Es gibt jedoch Teilbereiche des Marktes, die weiterhin wachsen.

Innerhalb des Mobilfunkmarktes wird lt. Statista insbesondere eine deutliche Verschiebung der Umsätze von Sprachdiensten[92] zu mobilen Daten erwartet. Auch Statista erwartet mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rd. 0,5 % p. a. bis zum Jahr 2028 ebenfalls kein wesentliches Umsatzwachstum im australischen Mobilfunkmarkt.[93]

[90] Vgl. IBIS World, J5800 Telecommunications Services in Australia, August 2023, S. 12.
[91] Vgl. IBIS World, J5802 Wireless Telecommunications Carriers in Australia, March 2024, S. 12.
[92] Dies umfasst herkömmliche Sprachanrufe über Mobilfunknetze.
[93] Vgl. Statista – Communication Services - Australia, August 2024, abrufbar unter https://www.statista.com/outlook/tmo/communication-services/australia#revenue.



Während für den Mobilfunkmarkt insgesamt nur ein moderates Wachstum in den kommenden Jahren prognostiziert wird, wird für den Bereich der **MVNO** ein vergleichsweise stärkeres Wachstum erwartet. Der Umsatz soll laut Prognosen von IBIS World ausgehend von USD 0,72 Mrd. im Jahr 2024 um jährlich rd. 1,5 % auf USD 0,78 Mrd. im Jahr 2029 steigen.[94] In Australien bedienen MVNOs zum überwiegenden Teil den Prepaid-Markt, sie haben aber zum Teil auch Postpaid-Angebote.

Im Gegensatz zum deutschen Markt gab es in Australien in den letzten Jahren eine Verschiebung von **Postpaid-Modellen zu Prepaid-Modellen**. Der Umsatzanteil von Prepaid-Modellen in Australien ist in den letzten Jahren gestiegen, da die zunehmende Belastung aufgrund steigender Lebenshaltungskosten viele Verbraucher dazu veranlasst hat, von vergleichsweise teureren Postpaid- auf günstigere Prepaid-Tarife umzusteigen.[95] Darüber hinaus hat die Rückkehr von Migranten und internationalen Besuchern nach der COVID-19-Pandemie dazu beigetragen, dass wieder vermehrt Prepaid-Modelle gekauft wurden. Aufgrund der Flexibilität und der geringeren Kosten ziehen diese Kundengruppen Prepaid-Modelle den Postpaid-Modellen vor.[96] Während insbesondere MNOs Postpaid-Tarife bevorzugen, da sie die Möglichkeit bieten, Dienste und Geräte zu bündeln, haben MVNOs ihre Produktpalette zunehmend auf Prepaid-Tarife umgestellt.[97] Nachfolgend dargestellt ist die Entwicklung der Marktanteile von Prepaid und Postpaid an Retail-Mobilfunktarifen gemäß der Australian Competition & Consumer Commission (ACCC):[98]

---

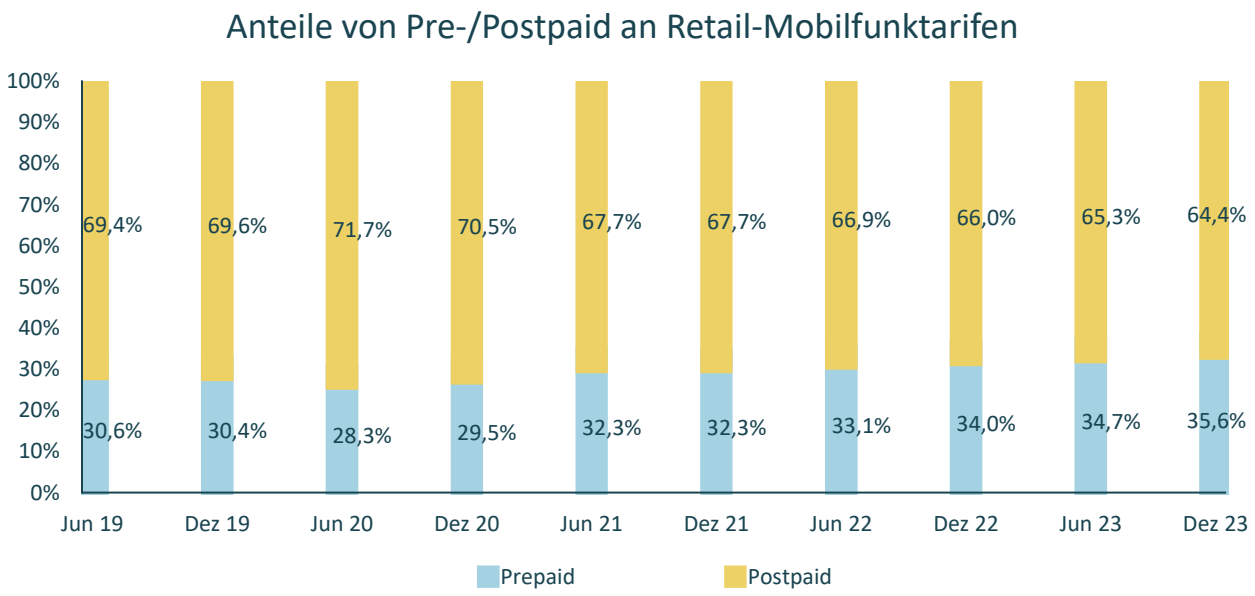
94 Vgl. IBIS World, OD5537 Wireless Telephone and Data Services Resellers in Australia, Jun 2024, S. 8.

95 Hier und folgende vgl. IBIS World, OD5537 Wireless Telephone and Data Services Resellers in Australia, Jun 2024, S. 28.

96 Vgl. IBIS World, J5802 Wireless Telecommunications Carriers in Australia, March 2024, S. 12.

97 Vgl. IBIS World, OD5537 Wireless Telephone and Data Services Resellers in Australia, Jun 2024, S. 28.

98 Vgl. ACCC, Internet activity report – December 2023 – Data tables, September 2024, August 2024, abrufbar unter https://www.accc.gov.au/by-industry/telecommunications-and-internet/telecommunications-industry-record-keeping-and-reporting-rules/internet-activity-record-keeping-rule/current-report.



Insgesamt zeigt sich ein zum deutschen Markt vergleichbares Bild hinsichtlich der Mobilfunkanbieter. Der Markt wird im Wesentlichen durch die drei Netzbetreiber dominiert.[99] Im Bereich MVNO sind die wesentlichen Wettbewerber der MEDION AG u. a. Amaysim Mobile Pty Ltd, Vocus Group, Boost Tel Pty Ltd, Dodo Services Pty Ltd sowie weitere Submarken der Netzbetreiber. [100]

Es bleibt festzuhalten, dass sich der australische Mobilfunkmarkt aufgrund der Marktsättigung in einer Phase der Konsolidierung befindet. Für die Zukunft werden vergleichsweise geringe Wachstumsraten erwartet. Im Vergleich hierzu sollen die Umsätze im Bereich MVNO leicht stärker wachsen, was u. a. auch auf die Verschiebung von Anteilen vom Bereich Postpaid auf Prepaid zurückzuführen ist.

[99] Vgl. IBIS World, OD5537 Wireless Telephone and Data Services Resellers in Australia, Jun 2024, S. 41.

[100] Vgl. IBIS World, OD5537 Wireless Telephone and Data Services Resellers in Australia, Jun 2024, S. 48 sowie eigene Recherchen.

3. Vergangenheitsanalyse

Zur Beurteilung der bisherigen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des zu bewertenden Unternehmens werden u. a. die Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen des MEDION AG-Konzerns herangezogen. Die Rechnungslegung des MEDION AG-Konzerns erfolgt nach den Grundsätzen der IFRS.

Die MEDION AG hat uns nachvollziehbar darüber in Kenntnis gesetzt, dass die mit einer differenzierten Darstellung der Vergangenheit und der Planung nach Produktkategorien und Ländern einhergehende Transparenz (u. a. im Hinblick auf Margen) dazu geeignet ist, der MEDION AG hinsichtlich der künftigen Geschäftsentwicklung nicht unerhebliche Wettbewerbsnachteile zuzufügen, und im Hinblick auf vertragliche Verschwiegenheitsklauseln kritisch wäre. Aus diesem Grund erfolgt eine mit den Geschäftsberichten der Gesellschaft vergleichbare Darstellungstiefe der Vergangenheit und Planung. Dies betrifft indes ausschließlich die Darstellung. Die von uns durchgeführten Analysen zur Vergangenheit und der Planung erfolgten auf Basis deutlich differenzierterer Informationen.

BDO hat die Entwicklung der Vergangenheit im Bewertungsgutachten auf den Seiten 45 bis 51 wiedergegeben. Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir eigenständig ebenfalls die Vergangenheit der Gesellschaft analysiert.

a) Ertragslage

Die historische Ertragslage des MEDION AG-Konzerns wurde anhand der Gewinn- und Verlustrechnungen der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2019/20 bis 2023/24 analysiert:

MEDION AG - Konzern-Gewinn- und Verlustrechnungen					
in TEUR			**Ist**		
Jahr	**2019/20**	**2020/21**	**2021/22**	**2022/23**	**2023/24**
Projektgeschäft	379.869	491.945	521.391	351.481	231.999
Direktgeschäft	430.270	475.710	499.144	514.279	508.654
Sonstige	14.961	16.073	17.978	10.927	7.688
Umsatzerlöse	**825.100**	**983.728**	**1.038.513**	**876.687**	**748.341**
Materialaufwand	612.839	730.468	796.514	688.437	559.385
Rohertrag	**212.261**	**253.260**	**241.998**	**188.250**	**188.956**
Rohertragsmarge	*25,7%*	*25,7%*	*23,3%*	*21,5%*	*25,2%*
Sonstige betriebliche Erträge	5.131	10.765	7.476	9.897	14.661
Personalaufwand	62.027	69.890	68.575	89.592	59.402
Sonstige betriebliche Aufwendungen	109.831	134.218	131.250	138.353	126.195
Vertriebsaufwendungen	82.743	104.738	103.096	105.903	97.313
Verwaltungsaufwendungen	20.914	21.279	23.083	23.583	22.732
Betriebsaufwendungen	3.696	3.937	3.739	3.779	3.562
Übrige Aufwendungen	2.478	4.264	1.332	5.088	2.588
EBITDA	**45.534**	**59.917**	**49.650**	**-29.798**	**18.020**
EBITDA-Marge	*5,5%*	*6,1%*	*4,8%*	*-3,4%*	*2,4%*
Abschreibungen	3.677	4.477	3.069	3.432	2.537
EBIT	**41.857**	**55.440**	**46.581**	**-33.230**	**15.483**
EBIT-Marge	*5,1%*	*5,6%*	*4,5%*	*-3,8%*	*2,1%*
Finanzergebnis	-238	-450	-712	995	7.801
Ergebnis vor Ertragsteuern	**41.619**	**54.990**	**45.869**	**-32.235**	**23.285**
Ertragsteuern	-13.026	-17.004	-14.105	4.084	-6.220
Konzernergebnis	**28.593**	**37.986**	**31.764**	**-28.151**	**17.065**

Ausgehend vom Geschäftsjahr 2019/20 sind die **Umsatzerlöse** einhergehend mit den Besonderheiten der COVID-19-Pandemie in den Geschäftsjahren 2020/21 und 2021/22 deutlich angestiegen. Die MEDION AG hat im Rahmen der Pandemie einerseits davon profitiert, dass durch die Zunahme von mobilem Arbeiten und Hausunterricht eine erhöhte Nachfrage nach Computern sowie Zubehör bestand, und andererseits dadurch, dass die MEDION AG vor allem über die zur Zeit der Pandemie insbesondere verbliebenen Verkaufskanäle (Supermärkte und E-Commerce) Produkte verkauft. So vertreibt die MEDION AG einen wesentlichen Teil ihrer Produkte über die Filialen der Discount-Einzelhandelskette ALDI. In den Geschäftsjahren 2022/23 sowie 2023/24 konnte die MEDION AG die hohen Umsatzerlöse der Vorjahre indes nicht halten, sodass im Geschäftsjahr 2023/24 die Umsatzerlöse unterhalb des letzten Geschäftsjahres vor der COVID-19-Pandemie lagen. Wesentliche Gründe hierfür sind der Wegfall der Sondereinflüsse aufgrund der COVID-19-Pandemie und die hohe Inflation sowie Unsicherheit infolge des Ukraine-Kriegs, die zu einer allgemeinen Konsumzurückhaltung sowie im Speziellen zu einer Konsumzurückhaltung bei den für die MEDION AG relevanten Kunden geführt hat. Ergänzend dazu vertreibt ALDI als wesentlicher Abnehmer von MEDION-Produkten zunehmend Produkte anderer Anbieter bzw. Eigenmarken. Das

Management der MEDION AG hat auf die Entwicklung in den letzten beiden Jahren u. a. mit einer gezielten Reduzierung von Vorratsbeständen durch Rabatte auf Computer-Artikel mit dem Betriebssystem Microsoft Windows 10, für das der herstellerseitige Support voraussichtlich im Oktober 2025 eingestellt wird, reagiert.

Aufgrund der beschriebenen Entwicklung ist hinsichtlich der Umsatzerlöse zwischen dem Projektgeschäft und dem Direktgeschäft zu unterscheiden. Das Direktgeschäft umfasste im Geschäftsjahr 2023/24 zu rd. 76,0 % Umsätze mit Mobilfunkdienstleistungen[101] (MEDIONmobile) und zu rd. 16,2 % Online-Umsätze über Marktplätze oder eigene Webseiten (inkl. ALDI TALK). Während das Direktgeschäft ab dem Geschäftsjahr 2019/20 mit Ausnahme des Geschäftsjahres 2023/24 ein Wachstum aufweist, ist das Projektgeschäft mit den Handelsketten aus den vorstehend genannten Gründen in den Geschäftsjahren 2020/21 und 2020/22 signifikant gestiegen, jedoch in den folgenden beiden Geschäftsjahren unter das Niveau vor der COVID-19-Pandemie gesunken. Das Wachstum im Direktgeschäft resultierte insbesondere aus Umsätzen mit Mobilfunkleistungen in Australien.

Der **Materialaufwand** beinhaltet neben dem Aufwand für den Einkauf von Consumer-Electronics-Produkten vor allem Aufwand für MEDIONmobile in Form von Mobilfunkdienstleistungen in Australien sowie Vermittlungsprovisionen an ALDI in Deutschland.

Die Rohertragsmarge ist ausgehend von einer Marge von 25,7 % in den Geschäftsjahren 2019/20 und 2020/21 in den folgenden beiden Geschäftsjahren signifikant zurückgegangen. Der Rückgang resultiert im Wesentlichen aus veränderten Vertragskonditionen im Mobilfunkbereich ab dem 1. Januar 2022. Der Anstieg der Rohertragsmarge im Geschäftsjahr 2023/24 ist vor allem die Folge des Rückgangs des margenschwächeren Projektgeschäfts.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** resultieren vor allem aus nicht regelmäßig wiederkehrenden Geschäftsvorfällen, wie Schadensersatz aufgrund von Transportschäden oder der Auflösung von Rückstellungen. Insbesondere im Geschäftsjahr 2023/24 betragen allein die in den sonstigen betrieblichen Erträgen erfassten Rückstellungsauflösungen TEUR 10.988.

Der **Personalaufwand** hat sich einhergehend mit der guten Geschäftsentwicklung in den Jahren 2020/21 und 2021/22 deutlich erhöht. In den Geschäftsjahren 2022/23 und 2023/24 wurden von der MEDION AG infolge des deutlichen Rückgangs des Projektgeschäfts Restrukturierungsmaßnahmen eingeleitet, die zu einer deutlichen Reduktion der Mitarbeiterzahl führen sollen. Ausgehend vom Geschäftsjahr 2021/22 mit durchschnittlich 1.021 Mitarbeitern (Vollzeitäquivalent) hat

[101] In Deutschland umfassen die Umsatzerlöse aus Mobilfunkdienstleistungen die Provisionen des Mobilfunkanbieters und in Australien die Umsatzerlöse mit den Endkunden.

sich die Zahl bis zum Geschäftsjahr 2023/24 bereits auf 897 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalent) reduziert. Für die Restrukturierungsmaßnahmen wurde im Geschäftsjahr 2022/23 eine Rückstellung in Höhe von TEUR 23.288 gebildet.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** beinhalten vor allem Vertriebs-, Verwaltungs- und Betriebsaufwendungen.

Die Vertriebsaufwendungen umfassen insbesondere Aufwendungen für Marketing, Kundenservice, Vermittlungsprovisionen und Frachtkosten und sind daher insbesondere von der Geschäftsentwicklung im Direktgeschäft abhängig.

Die Verwaltungsaufwendungen beinhalten im Wesentlichen Aufwendungen für Rechtsberatung und sonstige Beratung, für IT und für Zahlungsabwicklungen. Der Anstieg im Zeitablauf steht unter anderem im Zusammenhang mit allgemeinen Kostensteigerungen. Der Rückgang im Geschäftsjahr 2023/24 ist fast vollständig auf gesunkene IT-Aufwendungen zurückzuführen.

Die Betriebsaufwendungen betreffen vor allem Gebäudekosten.

Die übrigen Aufwendungen resultieren einerseits aus in der Höhe nicht regelmäßig wiederkehrenden Geschäftsvorfällen, wie Vertragsstrafen, Zuführungen zu Wertberichtigungen und periodenfremden Aufwendungen, und andererseits aus üblichen übrigen betrieblichen Aufwendungen, die regelmäßig in der Höhe anfallen. Im Geschäftsjahr 2022/23 sind die übrigen Aufwendungen vor allem aufgrund von Vertragsstrafen in Höhe von TEUR 3.621 außergewöhnlich hoch.

Die **Abschreibungen** entfielen im Geschäftsjahr 2023/24 zu TEUR 1.233 auf Software und zu TEUR 1.303 auf Sachanlagen.

Das **Finanzergebnis** enthält neben Zinserträgen vor allem aufgrund von Anlagen im Lenovo-Konzern, Zinsaufwendungen aus Pensionsrückstellungen sowie aus Factoring-Finanzierung, die an den Lenovo-Konzern weiterbelastet werden. Der deutliche Anstieg bis zum Geschäftsjahr 2023/24 resultiert einerseits aus einem signifikant erhöhten Zinsniveau und andererseits aus einer Erhöhung der verzinslichen Aktiva.

Die **Ertragsteuern** enthalten grundsätzlich sowohl die unmittelbar zu entrichtenden Steuern vom Einkommen und vom Ertrag, Steuerumlagen aufgrund des Steuerumlagevertrags der MEDION AG mit der Organträgerin Lenovo GmbH vom 31. März 2013 sowie latente Steuern.

b) Bereinigungen der Ertragslage

Die Vergangenheitszahlen werden zur Beurteilung der bisherigen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des zu bewertenden Unternehmens herangezogen. Eine unmittelbare Verwendung der historischen Gewinn- und Verlustrechnungen lässt indes unter anderem aufgrund aperiodischer oder außerordentlicher Sachverhalte keine abschließende Beurteilung der in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu, sodass die Vergangenheitsrechnungen im Regelfall zu bereinigen sind (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 73).

BDO hat in Abstimmung mit der MEDION AG die Vergangenheitsjahre 2021/22 bis 2023/24 wie folgt bereinigt. Wir verweisen diesbezüglich auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten auf den Seiten 53 f.

MEDION AG - Bereinigungen			
in TEUR Jahr	2021/22	2022/23	2023/24
EBIT vor Bereinigungen	**46.581**	**-33.230**	**15.483**
Sonstige betriebliche Erträge	**-4.256**	**-8.102**	**-13.863**
Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen	-443	-5.254	-10.988
Erträge aus der Auflösung von Wertberichtigungen	0	-38	-1.300
Periodenfremde Erträge	-2.115	-1.540	-967
Erträge aus Schadenersatz/Versicherungserstattung	-1.286	-1.060	-608
Erträge aus der Auflösung von Wertberichtigungen (IFRS 9)	-412	-210	0
Personalaufwand	**0**	**23.288**	**0**
Restrukturierungsaufwendungen	0	23.288	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	**794**	**4.675**	**1.752**
Vertragsstrafen	143	3.621	292
Zuführung von Wertberichtigungen	280	618	1.121
Periodenfremde Aufwendungen	194	196	241
Kursdifferenzen	177	240	98
EBIT nach Bereinigungen	**43.119**	**-13.369**	**3.372**

Die Bereinigungen betreffen somit hinsichtlich der **sonstigen betrieblichen Erträge** vor allem Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen und Wertberichtigungen, periodenfremde Erträge sowie Erträge aus Schadenersatz/Versicherungserstattungen. Hervorzuheben ist vor allem die hohe Rückstellungsauflösung im Geschäftsjahr 2023/24. Dies betraf Rückstellungen für Lizenzen und

Schutzrechte sowie Rückstellungen für drohende Rechtsstreitigkeiten. Im Vorjahr erfolgte die Rückstellungsauflösung vor allem aufgrund von Gewährleistungsrückstellungen.

Für die Restrukturierungsmaßnahmen im **Personalbereich** wurde im Geschäftsjahr 2022/23 einhergehend mit der zuvor beschriebenen Geschäftsentwicklung eine Rückstellung in Höhe von TEUR 23.288 gebildet.

Die Bereinigungen der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** betreffen Vertragsstrafen, Zuführungen von Wertberichtigungen, Kursdifferenzen und periodenfremde Aufwendungen. Hervorzuheben ist vor allem die Vertragsstrafe von TEUR 3.621 im Geschäftsjahr 2022/23. Diese resultierte insbesondere aus einer verspäteten Erfüllung von Vertragsbedingungen.

Wir haben uns die wesentlichen Bereinigungen erläutern lassen und halten diese im Hinblick auf die Abbildung eines normalisierten Ergebnisses und einer verbesserten Vergleichbarkeit zwischen Vergangenheit und Planung für sachgerecht.

c) Vermögens- und Finanzlage

Die historische Vermögens- und Finanzlage des MEDION AG-Konzerns wurde anhand der Bilanzen der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse zum 31. März der Geschäftsjahre 2021/22 bis 2023/24 analysiert.

MEDION AG - Konzern-Bilanzen			
in TEUR		**Ist**	
Stichtag	**31.03.2022**	**31.03.2023**	**31.03.2024**
Sachanlagen	26.569	25.594	24.647
Immaterielle Vermögenswerte	2.566	1.592	1.379
Beteiligungen	28	28	28
Sonstige langfristige Vermögenswerte	557	491	492
Aktive latente Steuern	6.851	355	337
Langfristige Vermögenswerte	**36.571**	**28.060**	**26.884**
Vorräte	269.698	147.342	111.643
Forderungen und sonstige Vermögenswerte	290.629	221.244	325.990
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	220.904	135.281	122.340
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	69.726	85.962	203.650
davon Bereitstellung aus liquiden Mitteln	30.005	45.544	195.665
davon Forderung aus Verlustübernahme	-	35.966	-
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	51.914	52.665	53.854
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	140.739	191.918	123.085
Kurzfristige Vermögenswerte	**752.980**	**613.168**	**614.573**
Aktiva	**789.551**	**641.228**	**641.457**
Eigenkapital	**424.076**	**408.503**	**411.538**
Rückstellungen	**96.584**	**103.687**	**83.216**
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	13.883	10.935	12.791
Rückstellungen für Restrukturierung	-	22.464	13.114
Rückstellungen für Gewährleistungen	31.459	24.233	16.501
Sonstige Rückstellungen	51.242	46.055	40.810
Verbindlichkeiten	**258.697**	**126.918**	**145.119**
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	165.180	93.837	102.745
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	45.357	362	12.366
davon Verbindlichkeiten aus Gewinnabführung	36.544	-	8.153
Steuerverbindlichkeiten	1.636	1.313	1.361
Sonstige Verbindlichkeiten	46.524	31.405	28.647
Rechnungsabgrenzungsposten	**10.107**	**1.842**	**1.386**
Passive latente Steuern	**88**	**278**	**199**
Passiva	**789.551**	**641.228**	**641.457**

Die Bilanzsumme des MEDION AG-Konzerns hat sich ausgehend von TEUR 789.551 im Geschäftsjahr 2021/22 auf TEUR 641.457 im Geschäftsjahr 2023/24 verringert.

Die **langfristigen Vermögenswerte** umfassen unter den Sachanlagen vor allem Gebäude und Grundstücke in Essen am Firmensitz, Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie unter den immateriellen Vermögenswerten Software und Lizenzen. Die übrigen langfristigen Vermögenswerte entfallen im Wesentlichen auf latente Steuern, nicht konsolidierte Beteiligungen und Forderungen gegen Mitarbeiter bzw. Dienstleister. Der Rückgang im Zeitablauf resultiert vor allem aus dem Wegfall von latenten Steuern.

Die **kurzfristigen Vermögenswerte** umfassen neben Vorräten und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen vor allem Forderungen gegen verbundene Unternehmen sowie Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente. Während sich die Vorräte und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen einhergehend mit der vorstehend beschriebenen Geschäftsentwicklung im Zeitablauf reduziert haben, sind vor allem die Forderungen gegen verbundene Unternehmen (Lenovo PC HL Ltd.) gestiegen.

Die **Rückstellungen** betreffen vor allem Pensionsrückstellungen, Restrukturierungsrückstellungen, Gewährleistungsrückstellungen sowie Rückstellungen für Lizenzen und Schutzrechte. Die Gewährleistungsrückstellungen sind ebenfalls einhergehend mit dem reduzierten Hardware-Geschäft zurückgegangen.

Die **Verbindlichkeiten** beinhalten vor allem Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die sich im Zusammenhang mit den im Zeitablauf rückläufigen Materialaufwendungen auf ein geringeres Niveau entwickelt haben.

Die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen enthalten im Wesentlichen die Verbindlichkeiten aus der Gewinnabführung gemäß dem BGAV.

4. Bewertungsstichtag

Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 22).

Nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG ist maßgeblicher Bewertungsstichtag der Tag der Hauptversammlung der MEDION AG, in der der Beschluss zur Übertragung der Aktien gefasst werden soll. Die ordentliche Hauptversammlung der MEDION AG ist für den 12. November 2024 terminiert.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde vom Bewertungsgutachter der 31. März 2024 gewählt. Dementsprechend wurden die geplanten finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend auf den 12. November 2024 mit dem maßgeblichen Zinssatz aufgezinst.

Diese Vorgehensweise beurteilen wir als sachgerecht.

5. Ableitung der finanziellen Überschüsse der MEDION AG

a) Unternehmensplanung

i. Planungssystematik und -prozess

Der Unternehmensbewertung von BDO liegt die **Planungsrechnung der MEDION AG für die Geschäftsjahre 2024/25 bis 2027/28** zugrunde, die in Anlehnung an IFRS erstellt worden ist. Die Planung besteht aus dem Budgetjahr 2024/25 sowie einer 3-Jahresplanung für die Jahre 2025/26 bis 2027/28. Die Planungsrechnung wurde als **Stand-alone-Planung** erstellt. Auskunftsgemäß ist der Planungsprozess für die Budgetplanung seit mehreren Jahren unverändert. Die Ergänzung der Budgetplanung um weitere Planjahre bzw. die Aufstellung der 3-Jahresplanung erfolgte anlassbezogen. Im Rahmen des regulären Planungsprozesses wurde zunächst eine detaillierte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung für das Budgetjahr 2024/25 vorgenommen. Die Planung der weiteren 3 Planjahre setzt in der Folge auf dem Budgetjahr auf. Die Planungsrechnung umfasst grundsätzlich sämtliche konsolidierte Unternehmen. Die 3 nicht konsolidierten Unternehmen sind entsprechend nicht in der Planung enthalten (vgl. Abschnitt C.II.8).

Der **turnusmäßige Planungsprozess** für die Budgetplanung startet in der Regel im Oktober mit der Vertriebsplanung. Ausgangsbasis sind hierbei die Ist-Daten für das erste Halbjahr des aktuellen Geschäftsjahres. Die Vertriebsplanung erfolgt per Bottom-up-Ansatz auf Basis einer Umsatz- und Mengenplanung. Die sich hiernach ergebende Planung wird im Anschluss vom Produktmanagement hinsichtlich der Marktentwicklungen bewertet. Im nächsten Schritt werden sämtliche Informationen des Vertriebs sowie des Produktmanagements bis Mitte November verarbeitet und bilden die Ausgangsbasis für die Kostenplanung. Die Erstellung der Kostenplanung erfolgt durch das Controlling des MEDION AG-Konzerns und ist in der Regel Anfang Dezember abgeschlossen. Im Anschluss erfolgt eine Abstimmung mit dem Vorstand der MEDION AG. Im Verlauf des Planungsprozesses – insbesondere bei der Umsatzplanung – kommt es regelmäßig zum Austausch zwischen dem Vorstand und den Planungsverantwortlichen.

Anfang Januar erfolgt ein Update der Budgetplanung basierend auf den Ist-Zahlen der ersten 3 Quartale des laufenden Geschäftsjahres. Im Anschluss wird auf Konzernebene der MEDION AG in der Verantwortlichkeit des Vorstands die Planung finalisiert. Die sich hiernach ergebende Planung wird dann an den Lenovo-Konzern übermittelt und – sofern es keine Änderungsanforderungen gibt – im Nachgang dem Aufsichtsrat der MEDION AG vorgestellt. Im Rahmen des turnusmäßigen Planungsprozesses erfolgt keine Bilanzplanung.

Die Budgetplanung resultiert somit grundsätzlich aus einem mehrstufigen Top-down-Bottom-up-Prozess.

Die vorliegende Planung für das Budgetjahr 2024/25 wurde im Rahmen des gewöhnlichen Planungsprozesses der Gesellschaft erstellt. Auskunftsgemäß gab es keine spezifischen Top-Down-Vorgaben durch den Vorstand der MEDION AG. Weiterhin gab es auskunftsgemäß weder Vorgaben bei der Planerstellung noch Änderungsanforderungen nach Finalisierung der Planung durch den Lenovo-Konzern. Die Budgetplanung 2024/25 wurde am 6. März 2024 vom Aufsichtsrat der MEDION AG zustimmend zur Kenntnis genommen.

Abweichend vom gewöhnlichen Planungsprozess wurde zusätzlich zur Budgetplanung 2024/25 anlassbezogen eine 3-Jahresplanung für die Jahre 2025/26 bis 2027/28 ergänzt.

Die Ausgangsbasis der 3-Jahresplanung bildet die im Rahmen des gewöhnlichen Planungsprozesses erstellte Budgetplanung 2024/25. Diese wurde auf Basis von Informationen und Annahmen aus den jeweiligen Fachbereichen, unter Berücksichtigung von Marktdaten sowie unter Berücksichtigung der Ist-Daten für das erste Quartal des aktuellen Geschäftsjahres 2024/25, durch das Konzerncontrolling in der Verantwortlichkeit des Vorstands fortentwickelt.

Die Planung wurde dem Vorstand der MEDION AG im Juli 2024 vorgestellt und von diesem am 18. Juli 2024 freigegeben.

BDO hat die Stand-alone-Planung des MEDION AG-Konzerns bis zum EBIT grundsätzlich unverändert übernommen und hat das Finanzergebnis und das Steuerergebnis – wie in der Bewertungspraxis üblich – auf Basis eines integrierten Modells neu berechnet. Diesbezüglich verweisen wir auf die Abschnitte C.II.5.b), C.II.5.c) und C.II.5.d) dieses Berichts.

Wie bereits erläutert, erfolgt im Rahmen der turnusmäßigen Planung **keine Bilanzplanung**. Die Bilanzplanung wurde von BDO in enger Abstimmung mit dem Controlling und dem Management der Gesellschaft erstellt. Diesbezüglich und hinsichtlich bewertungstechnischer Anpassungen der Planung wird auf Abschnitt C.II.5.b) dieses Berichts verwiesen.

Wie einleitend dargestellt, wurde die Planung der MEDION AG grundsätzlich auf Stand-alone-Basis erstellt. Die Planung berücksichtigt hierbei die für die MEDION AG durch die Integration in den Lenovo Konzern bereits seit Jahren bestehenden Synergien. Die Synergien werden fortlaufend analysiert und auskunftsgemäß berücksichtigt die Planung die aktuellen Erkenntnisse. Explizit hat der Vorstand mitgeteilt, dass er derzeit darüber hinaus keine weiteren Synergiepotentiale sieht. Synergien, die sich eindeutig allein aus dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre ergeben, wie zum Beispiel der Wegfall der Publikums-Hauptversammlung, wurden nicht berücksichtigt. Solche sogenannten echten Synergien lagen im vorliegenden Fall in nur geringem Umfang vor und sind nach IDW S 1 i. d. F. 2008 im Rahmen eines objektivierten Unternehmenswerts nicht abzubilden.

ii. Planungstreue

Die Planungstreue der MEDION AG in der Vergangenheit wurde von BDO analysiert und auf den Seiten 55f. des Bewertungsgutachtens dargestellt.

Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir eigenständig ebenfalls die Planungsgüte der Gesellschaft in der Vergangenheit analysiert. Hierzu haben wir die jeweiligen Budgetwerte der Geschäftsjahre 2021/22 bis 2023/24 mit den bereinigten Ist-Werten verglichen.

MEDION AG - Planungstreueanalyse

Jahr	2021/22				2022/23				2023/24			
			Abweichung				Abweichung				Abweichung	
in TEUR	Plan	Ist bereinigt	abs.	%	Plan	Ist bereinigt	abs.	%	Plan	Ist bereinigt	abs.	%
Umsatzerlöse	829.719	1.038.513	208.794	25,2%	1.007.975	876.687	-131.289	-13,0%	884.001	748.341	-135.660	-15,3%
Rohertrag	**223.200**	**241.998**	**18.798**	**8,4%**	**230.699**	**188.250**	**-42.449**	**-18,4%**	**202.506**	**188.956**	**-13.550**	**-6,7%**
Rohertragsmarge	*26,9%*	*23,3%*	*9,0%*		*22,9%*	*21,5%*	*32,3%*		*22,9%*	*25,2%*	*10,0%*	
Sonstige betriebliche Aufwendungen abzgl. Erträge	118.915	127.236	8.321	7,0%	128.187	131.883	3.696	2,9%	135.400	123.645	-11.755	-8,7%
Personalaufwand	61.990	68.575	6.585	10,6%	62.040	66.304	4.264	6,9%	53.542	59.402	5.860	10,9%
EBITDA	**42.295**	**46.188**	**3.893**	**9,2%**	**40.473**	**-9.937**	**-50.410**	**-124,6%**	**13.564**	**5.909**	**-7.655**	**-56,4%**
Abschreibungen	3.400	3.069	-331	-9,7%	3.000	3.432	432	14,4%	3.000	2.537	-463	-15,4%
EBIT	**38.895**	**43.119**	**4.224**	**10,9%**	**37.473**	**-13.369**	**-50.841**	**-135,7%**	**10.564**	**3.372**	**-7.191**	**-68,1%**

Die von uns betrachteten Geschäftsjahre sind sowohl durch die COVID-19-Pandemie als auch den Ukraine-Krieg und die damit einhergehende Unsicherheit sowie Inflation beeinflusst. Dies spiegelt sich auch in den Planabweichungen wider.

Die positiven Planabweichungen sowohl im Hinblick auf die Umsatzerlöse als auch das EBIT im **Geschäftsjahr 2021/22** resultieren auskunftsgemäß insbesondere aus einer unerwartet hohen Nachfrage nach Computern aufgrund des mit der COVID-19-Pandemie einhergehenden verstärkten Umfangs von mobilem Arbeiten sowie Hausunterricht. Ergänzend dazu ergab sich bei den Umsatzerlösen aufgrund einer IFRS-Umgliederung, die in der Planung nicht berücksichtigt war, eine positive Abweichung von rd. EUR 45 Mio. Die unterproportionale positive Abweichung beim Rohertrag resultiert einerseits aus dem zuletzt genannten Sachverhalt sowie daraus, dass die positive Umsatzerlösabweichung vor allem margenschwächeres Projektgeschäft betraf.

Die deutlich negativen Planabweichungen sowohl im Hinblick auf die Umsatzerlöse als auch auf das EBIT im **Geschäftsjahr 2022/23** stehen im Zusammenhang mit den zum Planungszeitpunkt nicht absehbaren Folgen des Ukraine-Kriegs. Die hohe Inflation im Verlauf des Jahres 2022 sowie die allgemeine Unsicherheit hat zu einer Konsumzurückhaltung insbesondere bei der für die MEDION AG relevanten Kundengruppe geführt. Dies wiederum hatte eine deutliche Zurückhaltung bei den Handelsketten im Hinblick auf das Projektgeschäft mit Non-Food-Artikeln zur Folge, die die MEDION AG in dieser Form nicht erwartet hatte. Die dennoch höher als geplanten sonstigen betrieblichen Aufwendungen stehen einerseits ebenfalls im Zusammenhang mit der hohen Inflation (u. a. Logistikkosten) und andererseits mit höheren Marketingaufwendungen, da verstärkt in Online-Marketing investiert wurde.

Im **Geschäftsjahr 2023/24** ist sowohl beim Umsatz als auch beim bereinigten EBIT eine negative Planabweichung festzustellen. Die negative Planabweichung bei den Umsatzerlösen resultiert insbesondere daraus, dass die MEDION AG eine Erholung des Projektgeschäfts erwartet hatte, die einhergehend mit der weiterhin bestehenden Unsicherheit und Konsumzurückhaltung nicht eingetreten ist. Die positive Abweichung bei der Rohertragsmarge bei einer gleichzeitigen negativen Abweichung beim Rohertrag resultiert daraus, dass der Anteil des margenstärkeren Direktgeschäfts aufgrund der negativen Abweichungen beim Projektgeschäft am Gesamtumsatz höher war als ursprünglich geplant. Die Abweichung bei den Personalaufwendungen resultiert aus Verzögerungen bei den geplanten Restrukturierungsmaßnahmen.

Abschließend ist zu festzustellen, dass sich vor dem Hintergrund unserer Analysen keine Anzeichen für eine systematische Über- oder Unterschätzung oder für ein grundsätzlich ungeeignetes Planungsvorgehen im MEDION AG-Konzern ergeben haben.

iii. Analyse der Planungsrechnung

Die Bewertung der MEDION AG basiert – vor bewertungstechnischen Anpassungen – auf der nachfolgend dargestellten Planung für das Budgetjahr 2024/25 und die folgenden Jahre 2025/26 bis 2027/28 (3-Jahresplanung). Zusätzlich enthält die nachfolgende Abbildung zum Vergleich auch die bereinigten Vergangenheitsjahre 2020/21 bis 2023/24:[102]

[102] Abweichungen zur Darstellung der BDO ergeben sich dadurch, dass dort bereits bewertungstechnische Anpassungen enthalten sind.

MEDION AG - Planung							
in TEUR	Ist bereingt			Detailplanungsphase			
Jahr	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28
Projekgeschäft	521.391	351.481	231.999	247.660	236.958	243.274	247.936
Direktgeschäft	499.144	514.279	508.654	534.619	558.837	580.496	605.102
Sonstige	17.978	10.927	7.688	6.000	6.000	6.000	6.000
Umsatzerlöse	**1.038.513**	**876.687**	**748.341**	**788.279**	**801.794**	**829.770**	**859.038**
Materialaufwand	796.514	688.437	559.385	585.353	597.926	620.710	640.619
Rohertrag	**241.998**	**188.250**	**188.956**	**202.925**	**203.868**	**209.061**	**218.419**
Rohertragsmarge	*23,3%*	*21,5%*	*25,2%*	*25,7%*	*25,4%*	*25,2%*	*25,4%*
Sonstige betriebliche Erträge	3.220	1.795	798	4.000	4.000	4.000	4.000
Personalaufwand	68.575	66.304	59.402	52.787	50.018	51.018	51.018
Sonstiger betrieblicher Aufwand	130.456	133.678	124.443	136.015	141.012	147.217	154.784
Vertriebsaufwendungen	103.096	105.903	97.313	106.996	111.006	117.010	124.361
Verwaltungsaufwendungen	23.083	23.583	22.732	23.219	24.207	24.407	24.622
Betriebsaufwendungen	3.739	3.779	3.562	3.800	3.800	3.800	3.800
Übrige Aufwendungen	538	413	836	2.000	2.000	2.000	2.000
EBITDA	**46.188**	**-9.937**	**5.909**	**18.124**	**16.838**	**14.826**	**16.617**
EBITDA-Marge	*4,4%*	*-1,1%*	*0,8%*	*2,3%*	*2,1%*	*1,8%*	*1,9%*
Abschreibungen	3.069	3.432	2.537	2.800	2.800	2.800	2.800
EBIT	**43.119**	**-13.369**	**3.372**	**15.324**	**14.038**	**12.026**	**13.817**
EBIT-Marge	*4,2%*	*-1,5%*	*0,5%*	*1,9%*	*1,8%*	*1,4%*	*1,6%*

Nach deutlichen Rückgängen der **Umsatzerlöse** in den Geschäftsjahren 2022/23 und 2023/24 in Höhe von rd. 15,6 % bzw. rd. 14,6 % unter anderem aufgrund des Wegfalls der positiven Effekte, die mit der COVID-19-Pandemie einhergingen, sowie infolge der negativen Effekte aus dem Ukraine-Krieg (u. a. steigende Energiepreise, Anstieg der Inflation), erwartet die MEDION AG auf Konzern-Ebene im Budgetjahr 2024/25 mit rd. 5,3 % einen deutlichen Umsatzanstieg. Ausgehend vom Geschäftsjahr 2023/24 bis zum Planjahr 2027/28 wird ein jährliches durchschnittliches Umsatzwachstum von rd. 3,5 % angenommen. Hierbei wird sowohl im Projektgeschäft als auch im Direktgeschäft ein Wachstum erwartet. Die sich hiernach ergebenden Umsatzerlöse im Planungszeitraum liegen in der Größenordnung der 3 Geschäftsjahre[103] vor Beginn der COVID-19-Pandemie.

Die Umsatzerlöse im **Projektgeschäft** sollen ausgehend vom Jahr 2023/24 bis zum Planjahr 2027/28 um rd. TEUR 15.937 bzw. rd. 6,9 % wachsen. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rd. 1,7 %. Innerhalb des Projektgeschäfts entfällt ein wesentlicher Teil der Umsatzerlöse auf den Verkauf von PCs und Zubehör. Darüber hinaus setzen sich die Umsatzerlöse aus dem Verkauf von sonstigen Consumer-Electronics-Geräten und Haushaltsgeräten (im Folgenden „Non-PC-Produkte“) zusammen. Für das Projektgeschäft wird ein Anstieg der Umsatzerlöse um rd. TEUR 15.661 im Budgetjahr 2024/25 und darauffolgend ein Rückgang um

[103] Die Geschäftsjahre davor sind aufgrund von Ausweisänderungen der Umsatzerlöse für Teile des Digitalgeschäfts im Zusammenhang mit IFRS 15 nicht unmittelbar vergleichbar.

TEUR 10.703 im Planjahr 2025/26 erwartet. Im weiteren Planungsverlauf sollen die Umsätze im Projektgeschäft wieder auf das geplante Niveau des Budgetjahres 2024/25 steigen.

Der geplante Anstieg im Projektgeschäft Budgetjahr 2024/25 ist im Wesentlichen auf einen Anstieg im Bereich **PC und Zubehör** zurückzuführen. Hierbei wird für den Bereich PC und Zubehör[104] im Budgetjahr 2024/25 ein Umsatzwachstum von 11,2 % erwartet. Für den weiteren Planungszeitraum wurde für den Bereich PC und Zubehör ein konstantes Umsatzniveau unterstellt. Das Umsatzwachstum im ersten Planjahr resultiert hierbei aus einem reinen Preiswachstum, während die Anzahl der verkauften PCs um rd. 62.000 Stück zurückgehen soll. Der Preisanstieg resultiert auskunftsgemäß aus zwei Effekten. Zum einen war der Durchschnittspreis im Jahr 2023/24 durch den rabattierten Abverkauf der Altbestände deutlich nach unten verzerrt (vgl. Abschnitt C.II.3.a)). Zum anderen plant die Gesellschaft, zukünftig vermehrt höherwertige und damit auch höherpreisige PCs zu verkaufen. Hiernach soll ein wesentlicher Teil auf Gaming-PCs entfallen, die von der MEDION AG unter der Marke „ERAZER“ verkauft werden. Die vom Management geplante Absatzmenge von rd. 600.000 Stück p. a. entspricht in etwa auch dem Mittelwert der Absatzzahlen der letzten beiden Geschäftsjahre vor der COVID-19-Pandemie. Nach Auskünften des Managements ist hierbei auch berücksichtigt, dass die Nachfrage nach PC-Produkten der Kunden im Projektgeschäft – im Wesentlichen internationale Handelsketten bzw. Lebensmittelhändler – zurückgegangen ist. Diese Entwicklung resultiert unter anderem aus dem allgemeinen Trend, dass Endkunden vermehrt Produkte online und nicht im stationären Handel kaufen. Auskunftsgemäß sieht die Gesellschaft keine Anzeichen, dass sich dieser Trend wieder umkehren könnte und die Umsatzniveaus der Vorjahre – welche z. T. positiv durch die COVID-19-Pandemie beeinflusst waren – erreicht werden können. Die geplante Entwicklung für den Bereich PC und Zubehör hinsichtlich der Umsatzentwicklung sowie der Verschiebung vom stationären Handel zum Online-Handel steht im Einklang mit unseren Analysen zur Marktentwicklung. Demnach wird sowohl in Europa als auch in Deutschland ein nahezu konstanter Marktumsatz erwartet (vgl. Abschnitt C.II.2.c)).

Bei konstant geplanten Umsätzen aus dem PC- und Zubehör-Bereich resultiert die weitere Umsatzentwicklung im Projektgeschäft ab dem Geschäftsjahr 2025/26 ausschließlich aus den **Non-PC-Produkten**. Ursächlich für die geplante Entwicklung ist insbesondere die Einschätzung des Managements hinsichtlich der künftigen Entwicklung mit den Handelsketten im Projektgeschäft. Neben dem Trend, dass die Kunden vermehrt online Produkte erwerben, was auch die Non-PC-Produkte betrifft, haben wesentliche Kunden der Gesellschaft in der Vergangenheit auch vermehrt Produkte von Wettbewerbern bezogen oder Produkte der MEDION AG durch eigene Handelsmarken ersetzt (vgl. Abschnitt C.II.2.c)). Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen hat die MEDION AG eine strategische Neuausrichtung für die Non-PC-Produkte mit Fokus auf das Direktgeschäft

[104] Hierbei ist jedoch festzuhalten, dass die Verkäufe von PCs sowie dem Zubehör je nach Vertriebskanal dem Projektgeschäft oder dem Direktgeschäft zuzuordnen sind, wobei der wesentliche Teil auf das Projektgeschäft entfällt.

vorgenommen. Hierzu erfolgte im Oktober 2023 auch ein Markenrelaunch, wonach künftig der Fokus auf der Marke MEDION liegen soll. Gleichzeitig plant die Gesellschaft jedoch auch eine leichte Erholung im Projektgeschäft für Non-PC-Produkte. Der Rückgang im Geschäftsjahr 2025/26 berücksichtigt darüber hinaus die Ist-Entwicklung im ersten Quartal des Budgetjahres. Insgesamt soll der Umsatz der Non-PC-Produkte in den Jahren 2026/27 um TEUR 6.317 bzw. rd. 8,3 % und Planjahr 2027/28 um TEUR 4.662 bzw. rd. 5,7 % steigen und somit zum Ende des Planungszeitraums dem Niveau des Budgetjahres 2024/25 entsprechen.

Der wesentliche Teil des geplanten Umsatzwachstums des MEDION AG-Konzerns entfällt auf das **Direktgeschäft**. Die Umsatzerlöse im Direktgeschäft sollen ausgehend von TEUR 508.654 im Jahr 2023/24 um rd. TEUR 96.448. bzw. rd. 19,0 % bis zum Planjahr 2027/28 zunehmen. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rd. 4,4 %. Innerhalb des Direktgeschäfts soll – entsprechend der strategischen Neuausrichtung und dem Markenrelaunch – der überwiegende Teil des Umsatzwachstums aus dem **Direktgeschäft mit Non-PC-Produkten** resultieren. Das Direktgeschäft mit Non-PC-Produkten umfasst den Online-Handel sowie den stationären Verkauf über den MEDION-Fabrikverkauf. Der Online-Handel lässt sich wiederum in den eigenen Online-Shop der MEDION AG sowie sog. Online-Marktplätze (u. a. Amazon, Otto und Ebay) unterscheiden. Das geplante Umsatzwachstum für die Non-PC-Produkte von rd. 19,7 % p. a. ausgehend vom Ist-Jahr 2023/24 bis zum Planjahr 2027/28 resultiert hierbei mehrheitlich aus dem Vertriebskanal der Online-Marktplätze. Der Anteil der PC- und Zubehör-Produkte, die auf das Segment Direktgeschäft entfallen, soll sich ab dem Planjahr 2025/26 – wie bereits beim Projektgeschäft beschrieben – konstant entwickeln.

Neben dem Direktverkauf von PC- und Non-PC-Produkten umfasst das Direktgeschäft die **digitalen Dienstleistungen** der MEDION AG. Diese setzen sich wie in Abschnitt C.II.1.c) beschrieben aus MEDIONmobile, Fotoservices sowie dem digitalen Vertrieb von Downloads und Gutscheinkarten zusammen. Der größte Umsatzanteil der digitalen Dienstleistungen entfällt hierbei auf MEDIONmobile, welches im Geschäftsjahr 2023/24 rd. 51,6 % des Gesamtumsatzes des MEDION AG-Konzerns ausmacht. Unter **MEDIONmobile** werden sowohl die Mobilfunkdienstleistungen in Deutschland als auch in Australien zusammengefasst. Ausgehend vom Jahr 2023/24 wird bis zum Planjahr 2027/28 ein Umsatzwachstum für MEDIONmobile in Höhe von rd. 2,4 % p. a. geplant. Die Umsatzplanung erfolgt sowohl in Deutschland als auch in Australien im Wesentlichen auf Basis einer Planung der Kundenanzahl sowie Annahmen zum durchschnittlichen Umsatz je Kunde. Zusätzlich wurden bei der Planung die festgelegten vertraglichen Konditionen mit den jeweiligen Kooperationspartnern bzw. Netzbetreibern zugrunde gelegt.

Für MEDIONmobile in **Deutschland** wird im ersten Planjahr zunächst ein Anstieg der Umsatzerlöse erwartet. In den Folgejahren wurde ein stetiger Rückgang auf das Niveau der Umsatzerlöse des Ist-Jahres 2023/24 prognostiziert. Ursächlich hierfür ist u. a. die Erwartung, dass es zunächst zu einem Anstieg der Kundenzahl und anschließend zu einem sukzessiven Kundenrückgang

kommt. Die langfristigen Erwartungen des Managements zur Entwicklung decken sich generell mit unseren Analysen zum Mobilfunkmarkt in Deutschland. Hiernach ist festzustellen, dass der Umsatz im Mobilfunkmarkt seit rd. 10 Jahren im Wesentlichen stagniert, es vermehrt zu Verschiebungen von Prepaid-Modellen zu Postpaid-Modellen kommt und aufgrund des hohen Wettbewerbs der Preisdruck insbesondere im Niedrigpreissegment sehr hoch ist (vgl. Abschnitt C.II.2.c)).

Für MEDIONmobile in **Australien** wurde im Planungszeitraum ausgehend vom Ist-Jahr 2023/24 ein Wachstum in Höhe von rd. 4,5 % p. a. angenommen. Hierbei geht das Management davon aus, dass die Wachstumsraten der Ist-Jahre in Bezug auf die Neukunden geringer ausfallen. Auskunftsgemäß hat der MEDION AG-Konzern zu Beginn insbesondere aufgrund seiner Positionierung im unteren Preissegment – welches nicht so stark besetzt war – sowie der Kooperation mit ALDI durch die Nutzung des Filialnetzes profitieren können. Aufgrund der Entwicklungen im aktuellen Geschäftsjahr bzw. der Entwicklungen zum Zeitpunkt der Planungserstellung wurde für das Planjahr 2025/26 mit 11,1 % gegenüber dem Budgetjahr 2024/25 ein deutliches Wachstum angesetzt. Im weiteren Verlauf geht das Management aufgrund der aktuellen Größe, der allgemeinen Marktentwicklungen sowie des steigenden Wettbewerbs von einem Abflachen des Wachstums aus. Nach unseren Analysen ist, im Gegensatz zum deutschen Markt, in Australien keine klare Entwicklung hin zu Postpaid-Modellen erkennbar. Weiterhin ist die Anzahl der Wettbewerber im Vergleich zu Deutschland geringer. Gleichzeitig ist jedoch feststellbar, dass das geplante Umsatzwachstum der Gesellschaft oberhalb des von uns identifizierten Umsatzwachstums für den MVNO-Markt liegt (vgl. Abschnitt C.II.2.c)).

Nachdem bereits zu Beginn des Kalenderjahres 2021 der **Fotoservice** mit ALDI in Deutschland eingestellt wurde, wird zum Ende des Kalenderjahres 2024 der Fotoservice auch in Österreich (Hofer) und in der Schweiz (ALDI Suisse) eingestellt. Dementsprechend wird für das Planjahr 2025/26 ein deutlicher Umsatzrückgang gegenüber dem ersten Budgetjahr 2024/25 erwartet. Im weiteren Planungszeitraum hat die Gesellschaft vereinfachend die Umsatzerlöse des Jahres 2025/26 konstant fortgeschrieben. In einer Gesamtbetrachtung ist der Bereich Fotoservice aufgrund seines Umsatzanteils nicht von wesentlicher Relevanz. Für den Bereich **ESD** wurde unter Beachtung der Einschätzung durch einen Großkunden der MEDION AG ein Umsatzrückgang in Höhe von rd. 2,2 % p. a. ausgehend vom Jahr 2023/24 bis zum Planjahr 2027/28 geplant. Insgesamt sind der Bereich ESD und die restlichen Bereiche im Direktgeschäft nicht von wesentlicher Relevanz.

Die **sonstigen Umsatzerlöse** sollen ausgehend von TEUR 7.688 im Jahr 2023/24 auf TEUR 6.000 im Budgetjahr 2024/25 zurückgehen. Inhaltlich umfassen die sonstigen Umsatzerlöse im Wesentlichen Dienstleistungen der MEDION AG gegenüber dem Lenovo-Konzern für After-Sales-Services. Auskunftsgemäß geht das Management von einem eher stagnierenden bis rückläufigen PC-

Markt aus und damit einhergehend einer ebenfalls rückläufigen Nachfrage nach After-Sales-Services. Vor dem Hintergrund der konstanten Mengenplanung im PC-Bereich wurde der Umsatz für die weiteren Planjahre vereinfachend konstant geplant.

Der **Materialaufwand** des MEDION AG-Konzerns ist im Jahr 2023/24 aufgrund der Anteilsverschiebung zum margenstärkeren Direktgeschäft sowie aufgrund der sich im Verlauf des Geschäftsjahres normalisierenden Preise auf den Beschaffungsmärkten überproportional zum Umsatzrückgang gesunken. Die **Materialaufwandsquote** des Jahres 2023/24 lag mit rd. 74,8 % aufgrund eines deutlich geringeren Anteils des margenschwächeren Projektgeschäfts wesentlich unterhalb der Materialaufwandsquoten der beiden Vorjahre mit 76,7 % bzw. 78,5 %, in denen unter anderem das Projektgeschäft eine größere Relevanz hatte (vgl. Abschnitt C.II.3.a)). Für das Budgetjahr 2024/25 wird korrespondierend zum geplanten Anstieg der Umsatzerlöse ein Anstieg des Materialaufwands um TEUR 25.967 bzw. 4,6 % geplant. Hieraus ergibt sich mit 74,3 % eine Materialaufwandsquote leicht unterhalb des Vorjahres. Im weiteren Planungszeitraum wird erwartet, dass der Materialaufwand infolge der Umsatzsteigerung zwar absolut um TEUR 55.266 ansteigt, jedoch die Materialaufwandsquoten der einzelnen Jahre zwischen 74,6 % und 74,8 % schwanken. Die Veränderung der Materialaufwandsquoten resultiert zum einen aus Veränderungen im Produktmix und zum anderen aus der Berücksichtigung von Änderungen vertraglicher Konditionen, insbesondere im Digitalgeschäft, die zum Bewertungsstichtag bereits vereinbart waren. Die geplanten Materialaufwandsquoten sind auf einem vergleichbaren Niveau zum letzten Geschäftsjahr vor Beginn der COVID-19-Pandemie.

Die Gesellschaft plant im gesamten Planungszeitraum vereinfachend **sonstige betriebliche Erträge** in Höhe von TEUR 4.000. Dieser Wert liegt deutlich oberhalb der bereinigten Ist-Werte der Vorjahre, die vor den Bereinigungen der BDO insbesondere durch Sondereffekte, wie z. B. die Auflösung von Rückstellungen, Erträge aus Schadensersatz oder periodenfremde Erträge, geprägt waren. Nach den uns erteilten Informationen enthält die Planung der sonstigen betrieblichen Erträge inhaltlich auch Sachverhalte, die zwar formal betrachtet nicht als wiederkehrend klassifiziert werden, aber dennoch beim MEDION AG-Konzern aufgrund des Geschäftsmodells regelmäßig „wiederkehrend“ sind, wie z. B. Schadensersatz im Zusammenhang mit Transportschäden. Die geplanten sonstigen betrieblichen Erträge sind u. E. nicht isoliert, sondern im Zusammenhang mit den geplanten übrigen Aufwendungen zu betrachten.

Vor dem Hintergrund der erwarteten Veränderungen durch die strategische Neuausrichtung hat der MEDION AG-Konzern im zweiten Halbjahr des Geschäftsjahres 2022/23 ein Restrukturierungsprogramm implementiert um die Organisationsstrukturen durch den Abbau von Personal entsprechend anzupassen. Vor diesem Hintergrund sind die **Personalaufwendungen** der Ist-Jahre nur eingeschränkt vergleichbar mit der geplanten Entwicklung. Sowohl der Rückgang im Ist-Jahr 2023/24 als auch der geplante Rückgang im Budgetjahr 2024/25 des Personalaufwands resultieren insbesondere aus dem Restrukturierungsprogramm. Das Management geht aktuell davon aus,

dass die gebildete Rückstellung für die Restrukturierung vollständig in Anspruch genommen wird, aber keine darüber hinausgehenden Mittel benötigt werden. Für das Budgetjahr 2024/25 erfolgte eine detaillierte Personalplanung, die in den folgenden Jahren unter Berücksichtigung von Lohn- und Gehaltssteigerungen sowie der Effekte aus der Restrukturierung fortgeschrieben wurde. Für das letzte Planjahr 2027/28 wurde auskunftsgemäß vereinfachend angenommen, dass sich die Effekte aus Lohn- und Gehaltssteigerungen und weiteren Personalreduzierungen kompensieren. Im Personalaufwand des Ist-Jahres 2023/24 sind Aufwendungen im Zusammenhang mit den Pensionsrückstellungen in Höhe von TEUR 1.223 enthalten, die im Planungszeitraum konstant fortgeschrieben wurden (vgl. Abschnitt C.II.5.b)). Infolge der beschriebenen Entwicklungen soll der Personalaufwand ausgehend von TEUR 59.402 im Jahr 2023/24 um TEUR 8.384 bzw. rd. 14,1 % auf TEUR 51.018 sinken. In der Folge reduziert sich die Personalaufwandsquote von rd. 7,9 % im Jahr 2023/24 auf rd. 5,9 % im letzten Planjahr 2027/28 und liegt somit deutlich unterhalb der Bandbreite der Personalaufwandsquoten der letzten 3 Ist-Jahre von rd. 6,6 % bis rd. 7,9 %.

Der **sonstige betriebliche Aufwand** der MEDION AG setzt sich im Wesentlichen aus Vertriebs-, Verwaltungs- und Betriebsaufwendungen zusammen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollen ausgehend von TEUR 124.443 im Jahr 2023/24 um durchschnittlich rd. 5,6 % p. a. auf TEUR 154.784 im Planjahr 2027/28 steigen. Die Planung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Budgetjahr 2024/25 erfolgte im Detail. In der Mehrjahresplanung erfolgte für die variablen Aufwendungen im Wesentlichen eine Fortschreibung auf Basis der relevanten Umsatzanteile, während die (quasi-) fixen Aufwendungen größtenteils vereinfachend fortentwickelt wurden. Innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist insbesondere ein Anstieg der **Vertriebsaufwendungen** geplant. Dies steht vor allem im Zusammenhang mit der strategischen Neuausrichtung, die eine Fokussierung auf das Direktgeschäft im Non-PC-Bereich vorsieht. Die Gesellschaft plant, dass die Aufwendungen für Ausgangsfrachten aufgrund des kleinteiligeren Geschäfts deutlich höher sein werden als in der Vergangenheit, die durch einen höheren Anteil des Projektgeschäfts geprägt war. Weiterhin wird ein wesentlicher Anstieg der Sales Commission erwartet. Dieser Anstieg resultiert zum einen aus dem geplanten Umsatzwachstum im Non-PC-Bereich mit den Online-Marktplätzen und zum anderen aus dem geplanten Wachstum von MEDIONmobile in Australien. Der Anstieg der **Verwaltungsaufwendungen** resultiert im Wesentlichen aus der Erhöhung der Kosten für Zahlungsdienstleister, aus der direkten Zahlungsabwicklung mit dem Endkunden im Direktgeschäft sowie einem Anstieg der IT-Kosten, die ebenfalls durch die Fokussierung auf das Direktgeschäft begründet werden. Die **Betriebsaufwendungen** wurden vereinfachend nahezu konstant fortgeschrieben. Die **übrigen Aufwendungen** enthalten – wie auch die sonstigen betrieblichen Erträge – Effekte, die im Zusammenhang mit dem Geschäftsmodell regelmäßig auftreten, durch die BDO aber in den Ist-Jahren teilweise bereinigt wurden (vgl. Abschnitt C.II.3.b)), da sie formal gesehen nicht als wiederkehrend zu klassifizieren sind. Daher liegt der geplante Wert für das Budgetjahr 2024/25 mit TEUR 2.000 deutlich über dem bereinigten Wert des Jahres 2023/24, gleichzeitig jedoch unterhalb des unbereinigten Wertes in Höhe von TEUR 2.588. Insgesamt kommt es durch

den höheren Anteil des Direktgeschäfts zu einem Anstieg der Aufwandsquote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Planungszeitraum. Diese soll ausgehend von rd. 16,6 % im Jahr 2023/24 auf rd. 18,0 % im Planjahr 2027/28 steigen.

Für das Budgetjahr 2024/25 wurden **Abschreibungen** in Höhe von TEUR 2.800 geplant, die leicht oberhalb der Abschreibungen des Ist-Jahres 2023/24 in Höhe von TEUR 2.537, aber innerhalb der Bandbreite der letzten 3 Jahren liegen. Für die weiteren Planjahre erfolgte vereinfachend eine Fortschreibung des Planwertes des Budgetjahres 2024/25 in Höhe von TEUR 2.800.

Infolge der beschriebenen Entwicklungen soll das **EBIT** ausgehend von TEUR 3.372 im Jahr 2023/24 bis zum Planjahr 2027/28 um rd. TEUR 10.445 bzw. rd. 309,7 % auf TEUR 13.817 steigen. Dies soll unter anderem aus den eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen resultieren. Die sich ergebende EBIT-Marge für das Budgetjahr 2024/25 in Höhe von rd. 1,9 % soll im weiteren Planungszeitraum auf rd. 1,6 % im Planjahr 2027/28 sinken. Ursächlich hierfür ist insbesondere die beschriebene Verschiebung zum Direktgeschäft im Non-PC-Bereich.

Wenngleich die Planung aus unserer Sicht vereinzelt sowohl ambitionierte als auch konservative Annahmen enthält, halten wir im Ergebnis das geplante Konzern-EBIT – insbesondere unter Beachtung der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Vergangenheit, der Analysen zur Planung der MEDION AG sowie der gegebenen Auskünfte seitens der MEDION AG – für eine sachgerechte Einschätzung.

b) Modifikationen Bewertungsgutachter und Bilanzplanung

BDO hat grundsätzlich das von der MEDION geplante, vorstehend dargestellte EBIT übernommen. Aus bewertungstechnischen Gründen wurden – abweichend von der Darstellung in unserer vorstehenden Planungsanalyse – die Aufwendungen im Zusammenhang mit den Pensionen in Höhe von TEUR 1.223 p. a. eliminiert und vereinfachend eine Ausfinanzierung zum 31. März 2024 unterstellt. Dies wurde bei der Bilanzplanung durch eine Reduktion sowohl der Pensionsrückstellungen als auch der liquiden Mittel zum 31. März 2024 um TEUR 12.791 berücksichtigt.

BDO hat in enger Abstimmung mit dem Controlling und Management der MEDION AG die Bilanz vom 31. März 2024 kennzahlenorientiert fortentwickelt. Neben der vorstehend genannten Anpassung der Bilanz hinsichtlich der Pensionsrückstellung wurde die Aufsatzbilanz zum 31. März 2024 hinsichtlich der Sonderwerte (vgl. Abschnitt C.II.8) angepasst.

Wir haben die der Bewertung zugrundeliegende Bilanzplanung analysiert und halten diese für eine vertretbare Einschätzung. Die nachfolgende Abbildung zeigt die komprimierte Bilanzplanung:

MEDION AG - Konzern-Bilanzplanung								
in TEUR	Ist	Anpassung	Aufsatz	Detailplanungsphase				Phase II
Stichtag	31.03.2024	31.03.2024	31.03.2024	31.03.2025	31.03.2026	31.03.2027	31.03.2028	31.03.2029
Anlagevermögen	**26.054**	**1.253**	**24.801**	**23.891**	**22.981**	**22.071**	**21.161**	**21.373**
Vorräte	111.643		111.643	113.211	112.657	118.203	123.504	124.739
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	122.340		122.340	128.869	131.079	135.652	140.437	141.842
Sonstiges unverzinsliches Umlaufvermögen	62.290		62.290	64.981	64.323	65.139	66.061	66.719
Verzinsliche Aktiva	319.130	-253.912	65.218	54.942	58.312	54.851	50.899	51.394
Umlaufvermögen	**615.402**		**361.491**	**362.003**	**366.372**	**373.846**	**380.901**	**384.693**
Aktiva	**641.457**		**386.292**	**385.894**	**389.353**	**395.917**	**402.062**	**406.066**
Eigenkapital	**411.538**	**-242.375**	**169.163**	**172.237**	**172.237**	**172.237**	**172.237**	**174.110**
Rückstellungen	83.216	-12.791	71.786	61.107	61.844	63.370	64.966	65.615
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	102.745		102.745	107.515	109.824	114.009	117.666	118.842
Sonstige unverzinsliche Verbindlichkeiten	43.958		42.597	45.036	45.448	46.301	47.193	47.498
Unverzinsliches Fremdkapital	**229.919**		**217.129**	**213.657**	**217.116**	**223.680**	**229.825**	**231.955**
Passiva	**641.457**		**386.292**	**385.894**	**389.353**	**395.917**	**402.062**	**406.066**

c) Finanzergebnis

Ausgehend vom modifizierten EBIT der Planjahre 2024/25 bis 2027/28 hat BDO das folgende Finanzergebnis berücksichtigt:

MEDION AG - Finanzergebnis				
in TEUR	Detailplanungsphase			
Jahr	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28
EBIT (modifiziert)	**16.547**	**15.261**	**13.249**	**15.040**
Finanzergebnis	2.157	1.764	1.799	1.739
Ergebnis vor Ertragsteuern	**18.703**	**17.025**	**15.048**	**16.779**

Das Finanzergebnis wurde unter Beachtung der durchschnittlichen Nettoverschuldung des jeweiligen Geschäftsjahres unter Ansatz von Habenzinssätzen zwischen rd. 2,4 % und 7,0 % abgeleitet. Im Durchschnitt ergeben sich in den Planjahren Habenzinssätze zwischen rd. 3,1 % und 3,6 % bezogen auf die durchschnittliche Nettoverschuldung.

Wir haben die dem Finanzergebnis zugrundeliegenden wesentlichen Annahmen plausibilisiert sowie die konkrete Ableitung in einem eigenen Bewertungsmodell rechnerisch überprüft. Wir halten das Vorgehen von BDO für angemessen.

d) Ertragsteuern

Ausgehend vom Ergebnis vor Steuern der Planjahre 2024/25 bis 2027/28 hat BDO folgende Ertragsteuern berücksichtigt:

MEDION AG - Ertragsteuern				
in TEUR	Detailplanungsphase			
Jahr	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28
Ergebnis vor Ertragsteuern	**18.703**	**17.025**	**15.048**	**16.779**
Ertragsteuern	5.294	5.554	4.909	5.474
Ertragsteuerquote	28,3%	32,6%	32,6%	32,6%
Ergebnis nach Ertragsteuern	**13.409**	**11.470**	**10.139**	**11.305**

Die Ertragsteuern im Detailplanungszeitraum wurden vereinfachend unter Berücksichtigung eines Konzernsteuersatzes in Höhe von 32,6 % sowie unter Beachtung der zum 31. März 2024 bestehenden steuerlichen Verlustvorträge abgeleitet. Hierbei wurde nach unserer Beurteilung werterhöhend auf eine Differenzierung danach verzichtet, bei welcher Gesellschaft konkret die Verluste anfallen und ob in dem entsprechenden Land Einschränkungen hinsichtlich der Nutzung der Verlustvorträge bestehen.

Wir haben die den Ertragsteuern zugrundeliegenden wesentlichen Annahmen geprüft und halten das Vorgehen von BDO für vertretbar.

e) Nachhaltiges Ergebnis

Das nachhaltige Ergebnis hat BDO ausgehend vom letzten Detailplanungsjahr unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0 % p. a. abgeleitet.

Im Ergebnis werden im Geschäftsjahr 2028/29, dem ersten Jahr der ewigen Rente, Umsatzerlöse in Höhe von TEUR 867.629 sowie ein EBIT in Höhe von TEUR 15.190 angenommen.

Das Finanzergebnis wurde unter Ansatz von Habenzinssätzen zwischen rd. 2,6 % und 7,0 % abgeleitet. Im Durchschnitt ergibt sich auf Basis der zu Beginn der ewigen Rente bestehenden Nettoverschuldung ein durchschnittlicher Zinssatz von rd. 3,5 %.

BDO hat wie in der Detailplanungsphase auch in der nachhaltigen Phase eine Konzernsteuerquote von 32,6 % angenommen.

Wir haben die Vorgehensweise unter Beachtung der im Rahmen der Angemessenheitsprüfung erhaltenen Informationen sowie der Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld beurteilt.

Wir halten im Ergebnis unserer Prüfung das nachhaltig angesetzte Konzernergebnis von TEUR 11.429 im Hinblick auf die bestehenden Chancen und Risiken des Geschäftsmodells unter Beachtung der Vergangenheit der MEDION AG in Verbindung mit den beschriebenen strukturellen Veränderung in den letzten Jahren sowie den künftigen Herausforderungen – u. a. Verschiebung von Offline-Handel zu Online-Handel sowie von Prepaid-Modellen zu Postpaid-Modellen in

Deutschland – der MEDION AG aufgrund des Markt- und Wettbewerbsumfelds für eine sachgerechte Einschätzung.

f) Wachstumsabschlag

Das Wachstum der Erträge und Aufwendungen ist in der Unternehmensplanung für die Planjahre 2024/25 bis 2027/28 explizit berücksichtigt. In der Phase der ewigen Rente erfolgt die Berücksichtigung des Wachstums finanzmathematisch durch einen Abschlag beim Zinssatz (Wachstumsabschlag).

Für die Bewertung der MEDION AG hat der Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag von 1,0%-Punkten des Kapitalisierungszinssatzes berücksichtigt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Das künftige Wachstum der nominalen finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts resultiert neben Preissteigerungen aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage sowie organisch aus Mengen- und Struktureffekten.

Thesaurierungsbedingtes Wachstum wird bewertungstechnisch durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrages aus Thesaurierung unter Abzug des hälftigen Abgeltungsteuersatzes einschließlich Solidaritätszuschlag abgebildet.

Der Bewertungsgutachter setzt – wie unter Abschnitt C.II.5.e) dargestellt – ein nachhaltiges eingeschwungenes Ergebnis für die ewige Rente an. Ausgehend von diesem nachhaltigen Niveau ist es sachgerecht anzunehmen, dass in der ewigen Rente kein weiteres mengen- und strukturbedingtes Wachstum realisiert wird.

Vor diesem Hintergrund ist im Bewertungsmodell über den Wachstumsabschlag allein das preisbedingte Wachstum der zu kapitalisierenden Ergebnisse abzubilden.

Hinsichtlich des preisbedingten Wachstums bildet die allgemeine Inflationserwartung einen ersten Anhaltspunkt. Für die Europäische Union, Deutschland und Australien und damit die wichtigsten Absatzmärkte der MEDION AG wird für das Jahr 2029 und somit im ersten Jahr der ewigen Rente eine Inflationsrate von rd. 2,0 % bzw. 2,5 % (vgl. C.II.2.b)) erwartet.

Hierzu ist zunächst festzustellen, dass die konkreten Preissteigerungen, denen der MEDION AG-Konzern auf der Beschaffungsseite unterliegt, von der allgemeinen Geldentwertungsrate abwei-

chen können. So ist für die MEDION AG nicht der typische Warenkorb relevant, der dem Verbraucherpreisindex zugrunde liegt, sondern insbesondere die Entwicklungen der Lohnkosten, Telekommunikationskosten sowie der Preise von Consumer-Electronics-Produkten.

Ferner bedeuten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite nicht gleichzeitig, dass das zu kapitalisierende Ergebnis in gleicher prozentualer Höhe wächst. Das Wachstum des zu kapitalisierenden Ergebnisses hängt insbesondere von der Möglichkeit des Bewertungsobjektes ab, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite an die Kunden weiterzugeben. Um ein konstantes Ergebnis zu erzielen, muss das Bewertungsobjekt ohne Betrachtung von Effizienzgewinnen die absoluten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite an die Kunden weitergeben. Ein preisbedingtes Wachstum des Ergebnisses wird somit ohne Betrachtung von Effizienzgewinnen nur erzielt, wenn über die absoluten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite hinaus zusätzliche Beträge an die Kunden weitergeben werden können.

Nach unserer Beurteilung ist die MEDION AG aufgrund der beschriebenen Markt- und Wettbewerbssituation auf den relevanten Märkten nicht vollumfänglich in der Lage, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite auf die Kunden zu überwälzen.

Der von BDO angesetzte Wachstumsabschlag von 1,0 %-Punkten des Kapitalisierungszinssatzes spiegelt die Annahme einer zwar nicht vollumfänglichen Weitergabe der relativen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite, jedoch einer mehr als vollumfänglichen Weitergabe der absoluten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite wider. Um bei Vernachlässigung von Effizienzgewinnen ein Ergebniswachstum von 1,0 % zu erzielen, muss bei einer beispielhaften Preissteigerung auf der Beschaffungsseite von 2,0 % und den Strukturen der MEDION AG der weit überwiegende Teil der relativen Preissteigerung auf die Kunden überwälzt werden.

Im Ergebnis erachten wir den angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0 %-Punkten unter Berücksichtigung des Markt- und Wettbewerbsumfelds sowie der spezifischen Situation der MEDION AG für eine vertretbare Einschätzung.

g) Ausschüttungsannahmen

Nach IDW S 1 i. d. F. 2008 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen. Im Rahmen der zweiten Planungsphase ist grundsätzlich anzunehmen, 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.

Vor dem Hintergrund des bestehenden BGAVs führt die MEDION AG den Bilanzgewinn an die Lenovo GmbH ab. Die Ausschüttungsplanung der MEDION AG sieht daher grundsätzlich eine Vollausschüttung vor. BDO hat unter Abstraktion von dem bestehenden BGAV eine effektive Ausschüttungsquote bezogen auf das ausschüttungsfähige Ergebnis von 50 % in den Detailplanungsjahren und von rd. 40 % in der ewigen Rente angesetzt.

Dieser Wert liegt innerhalb einer am Kapitalmarkt beobachtbaren Bandbreite üblicher Ausschüttungsquoten des Gesamtmarktes von 40 % bis 60 %.[106] Die angenommene Ausschüttungsquote ist nach unserer Beurteilung als vertretbarer Ansatz nicht zu beanstanden.

Soweit für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen, können im Rahmen eines Bewertungskalküls nach IDW S 1 i. d. F. 2008 thesaurierte Beträge den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet werden. Dieser Vorgehensweise liegt die Annahme zugrunde, dass Thesaurierungsbeträge durch das Unternehmen zum Kapitalisierungszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner und vor Unternehmenssteuern verwendet werden („kapitalwertneutrale Wiederanlage“).

Sowohl in der Detailplanungsphase als auch in der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter die thesaurierten Mittel, die nicht zur Finanzierung des Bilanzwachstums erforderlich sind, den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet. Die wachstumsbedingte Thesaurierung (siehe „Thesaurierung (echt)“ in Abschnitt C.II.5.i)) in der ewigen Rente spiegelt den Finanzbedarf wider, der aus den inflationsbedingt wachsenden Aktiva und Passiva resultiert. Sie ist in der ewigen Rente notwendig, da bei Vorliegen von preisbedingtem Bilanzwachstum eine nachhaltig stabile Kapitalstruktur auch eine Veränderung des Eigenkapitals erfordert.

Wir beurteilen die bei der Bewertung der MEDION AG gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten insgesamt als vertretbar.

h) Ertragsteuern der Anteilseigner

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an die Anteilseigner bestimmt, die diese zu ihrer freien Verfügung haben. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens sowie der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner zu ermitteln.

[106] Vgl. IDW, Bewertung und Transaktionsberatung, Abschnitt A, Tz. 280 m.w.N. Wir haben die Werte anhand von eigenen Analysen unter Rückgriff auf S&P Capital IQ plausibilisiert.

Die Ertragsteuern der Anteilseigner werden im Bewertungsmodell einerseits bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Erträge und andererseits bei der Ermittlung der Alternativanlage – abgebildet über den Kapitalisierungszinssatz – berücksichtigt.

Die Höhe der Steuerbelastung richtet sich nach der Verwendung der erwirtschafteten Beträge. Soweit eine Ausschüttung an die Anteilseigner erfolgt, hat BDO angenommen, dass die Beträge mit der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag – somit in Höhe von 26,375 % – belastet werden.

Die fiktiv unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge sowie die inflationsbedingten Wertsteigerungen wurden im Bewertungsmodell von BDO mit einem Steuersatz in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag – mithin 13,1875 % – belastet. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass Anleger Kursgewinne infolge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Wertpapiere unendlich halten werden. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % unterstellt vielmehr eine lange Haltedauer von über 30 Jahren.

Wir beurteilen die Annahme einer langen Haltedauer und somit den Ansatz der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag als nicht nachteilig für die Minderheitsaktionäre. Dieses Vorgehen stellt ferner das übliche Vorgehen in der deutschen Bewertungspraxis bei der objektivierten Bewertung einer Kapitalgesellschaft nach persönlichen Ertragsteuern dar.

Insgesamt erachten wir die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern für sachgerecht.

i) Ableitung des zu kapitalisierenden Ergebnisses

Unter Berücksichtigung der vorstehenden Prämissen hat BDO das folgende zu kapitalisierende Ergebnis in den Planjahren 2024/25 bis 2027/28 sowie der ewigen Rente (Phase II) ab 2028/29 angesetzt:

MEDION AG - Zu kapitalisierende Ergebnisse					
in TEUR		Detailplanungsphase			Phase II
Jahr	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29 ff.
EBIT	**16.547**	**15.261**	**13.249**	**15.040**	**15.190**
Finanzergebnis	2.157	1.764	1.799	1.739	1.773
Ergebnis vor Ertragsteuern	**18.703**	**17.025**	**15.048**	**16.779**	**16.964**
Ertragsteuern	5.294	5.554	4.909	5.474	5.534
Ertragsteuerquote	*28,3%*	*32,6%*	*32,6%*	*32,6%*	*32,6%*
Ergebnis nach Ertragsteuern	**13.409**	**11.470**	**10.139**	**11.305**	**11.429**
Thesaurierung (echt)	0	0	0	0	1.873
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**13.409**	**11.470**	**10.139**	**11.305**	**9.556**
Effektive Ausschüttungsquote	*50,0%*	*50,0%*	*50,0%*	*50,0%*	*41,8%*
Ausschüttung	6.705	5.735	5.069	5.652	3.995
Persönliche Ertragsteuer auf Ausschüttungen	1.768	1.513	1.337	1.491	1.054
Thesaurierung (fiktiv zugerechnet)	6.705	5.735	5.069	5.652	5.561
Persönliche Ertragsteuer auf Thesaurierungen (fiktiv zugerechnet)	884	756	669	745	733
Persönliche Ertragsteuer auf inflationsbedingte Wertsteigerungen					231
Zu kapitalisierendes Ergebnis	**10.757**	**9.201**	**8.133**	**9.069**	**7.539**

6. Kapitalisierungszinssatz

a) Grundlagen

Im Rahmen einer Unternehmensbewertung anhand eines Zukunftserfolgswertverfahrens werden die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Der hierbei zur Anwendung kommende Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage und muss dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko, Besteuerung und Währung äquivalent sein. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind folglich die dem Anteilseigner zufließenden finanziellen Überschüsse mit den Eigenkapitalkosten des Unternehmens zu kapitalisieren.

Zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte ist von der Annahme auszugehen, dass Marktteilnehmer zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion). Diese Risikoaversion kann durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) oder alternativ durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (Sicherheitsäquivalenzmethode) berücksichtigt werden. Beide Methoden sind ineinander überführbar, in der Praxis wird Risikoaversion jedoch nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 88 bis 90).

Den Ausgangspunkt für die Bestimmung der Eigenkapitalkosten der Alternativanlage bildet die beobachtete Rendite einer Anlage in Unternehmensanteile. Dies gilt unabhängig von der Rechtsform des zu bewertenden Unternehmens, da diese Form der Alternativanlage grundsätzlich allen Anteilseignern zur Verfügung steht. Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 114 f.).

Bewertungstechnisch werden in der Bewertungspraxis die erforderlichen Alternativrenditen üblicherweise mit Hilfe des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) aus dem Basiszinssatz (r_f) ermittelt, der um einen bewertungsobjektspezifischen Risikozuschlag erhöht wird. Dieser Risikozuschlag setzt sich aus der Marktrisikoprämie (MRP) und dem Betafaktor ($ß^v$) zusammen.

$$r_{EK} = r_f + MRP \times ß^v$$

b) Basiszinssatz

Der Basiszinssatz soll im CAPM die Rendite einer Anlage widerspiegeln, die keine Unsicherheit hinsichtlich der Währung, des Zeitpunkts und der Höhe der Zins- und Tilgungszahlungen aufweist.

Eine solche Anlage existiert in der Realität indes nicht, sodass sich die Bemessung des Basiszinssatzes nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand orientiert.

Bei der Ableitung der Rendite einer quasi-risikolosen Alternativanlage ist die Laufzeitäquivalenz zu den finanziellen Überschüssen des Bewertungsobjektes zu beachten. Nach Ansicht des FAUB gewährleisten die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten Zerobond-Zinssätze die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.[107]

Der FAUB empfiehlt, aus Objektivierungsgründen auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückzugreifen.[108] Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden. Um kurzfristige Marktschwankungen sowie mögliche Schätzfehler insbesondere im Bereich der langfristigen Zinssätze zu glätten, wird vom FAUB empfohlen, im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung eine Durchschnittsbildung über 3 Monate vorzunehmen.

Die Bundesbank ermittelt die Zinsstrukturkurve für eine Laufzeit von bis zu 30 Jahren. Wenngleich sich die Zerobond-Zinssätze rechnerisch auf Grundlage der Daten der Bundesbank für darüber hinausgehende Laufzeiten ermitteln ließen, wird dies vom FAUB nicht empfohlen.[109] Da Deutschland üblicherweise Bundesanleihen mit einer Laufzeit von bis zu 30 Jahren emittiert, würden diese Renditen nicht auf empirischen Daten beruhen. Für die anschließende unendliche Periode wird vom FAUB empfohlen, eine flache Zinsstrukturkurve in Höhe des ermittelten Zerobond-Zinssatzes mit einer Laufzeit von 30 Jahren anzunehmen.

---

[107] Vgl. Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2.

[108] Vgl. hier und im Folgenden Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2; hinsichtlich der Zinsstrukturdaten Deutsche Bundesbank, Parameter (Monats- und Tageswerte), abrufbar https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_skms_it03c.

[109] Vgl. Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2.

In der Bewertungspraxis wird in der Regel vereinfachend aus der Zinsstrukturkurve ein für alle Perioden einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet. Hierbei wird grundsätzlich eine Rundung des einheitlichen Basiszinssatzes auf ¼-Prozentpunkte empfohlen. Im Rahmen des Niedrigzinsumfeldes empfahl der FAUB, bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Zinssatz von weniger als 1,0 % eine Rundung auf lediglich 1/10-Prozentpunkte vorzunehmen.[110]

Der Bewertungsgutachter ermittelt auf die vorstehend beschriebene Weise mit Daten bis Ende August 2024 einen gerundeten Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,50 % sowie einen daraus abgeleiteten einheitlichen Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 1,84 %.

Wir haben den angesetzten Basiszinssatz durch eigene Berechnungen entsprechend den Empfehlungen des FAUB auf Grundlage der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank geprüft.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

In den aktuellen Empfehlungen des FAUB wird zur Ableitung eines einheitlichen Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve ein typisierter, durchgängig konstanter Ertragsstrom unterstellt.[111]

Für einen Dreimonatszeitraum vom 19. Juni 2024 bis zum 18. September 2024, also unmittelbar vor Abschluss unserer Prüfungstätigkeit, ergibt sich nach unseren Berechnungen nach der zuvor beschriebenen Methodik bei Annahme eines konstanten Ertragsstroms sowie unter Beachtung der berufsständischen Rundungsregeln auf ¼-Prozentpunkte ein einheitlicher Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 2,50 %. Unter Abzug der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag ergibt sich ein daraus abgeleiteter einheitlicher Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 1,84 %.

Die hier dargestellte Empfehlung des FAUB zur Ableitung des Basiszinssatzes wird grundsätzlich seit Jahren in der Bewertungspraxis umgesetzt und nach unserer Kenntnis auch regelmäßig bei der Ermittlung von Barabfindungen angewendet.

Hinsichtlich der Ermittlung der Zinssätze aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank wird auf die sogenannte Svensson-Methode[112] zurückgegriffen. Im Rahmen der Prüfung haben wir

[110] Vgl. Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2.
[111] Vgl. Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2.
[112] Vgl. Svensson, Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, 1994.

die sich ergebenden Zinssätze stichprobenhaft mit tatsächlichen Renditen von deutschen Staatsanleihen verglichen und keine Anhaltspunkte für eine unplausible Datengrundlage erhalten.

Im Ergebnis beurteilen wir den bei der Bewertung der MEDION AG angesetzten einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,50 % sowie den daraus abgeleiteten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 1,84 % für sachgerecht.

Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung sind die aktuellen Zinskonditionen erneut zu ermitteln, um zu prüfen, ob sich aufgrund einer zwischen Abgabe des Prüfungsberichts und dem Tag der Hauptversammlung eingetretenen Zinsänderung eine geänderte Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung ergibt.

c) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie kennzeichnet die erwartete Renditedifferenz zwischen einer Anlage in ein Marktportfolio risikobehafteter Anlagen und einer risikolosen Anlage.

Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes ist zur Ableitung der Risikoprämie 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 und eine höhere Rendite erwarten. So haben eine Vielzahl von Kapitalmarktuntersuchungen gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in der Regel höhere Renditen erzielt haben als Investitionen in Anleihen der öffentlichen Hand.

Im Schrifttum und in der Bewertungspraxis ist seit Jahren umstritten, welche Kapitalmarktuntersuchungen eine geeignete Grundlage für die Ableitung einer im Rahmen von Unternehmensbewertungen unter Anwendung des CAPM zu berücksichtigenden Marktrisikoprämie darstellen.[113] Die zu bestimmende zukünftige Marktrisikoprämie stellt damit infolge der Uneinheitlichkeit in Bezug auf die Erhebung der Vergangenheitsdaten und der Unsicherheit bezüglich der Fortschreibbarkeit der ermittelten Werte in der Zukunft stets eine Schätzgröße dar.

Der FAUB gibt seit Jahren Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie ab und hat am 22. Oktober 2019 aufgrund von veränderten Kapitalmarktbedingungen die bis dahin gültige Empfehlung aus September 2012 angepasst. Nach Ansicht des FAUB liegt bei vorsichtiger Gesamtwürdigung aller Analysen die nominale Gesamtrendite des Marktes in einer Bandbreite von 7,0 % bis 9,0 %. Unter zusätzlicher Berücksichtigung der Entwicklung des Zins- und Inflationsniveaus wird seit Ok-

[113] Vgl. WP Handbuch Bd. II, 2014, A Tz. 358 f. m. w. N.

tober 2019 eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,0 % bis 8,0 % sowie eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,0 % bis 6,5 % empfohlen. Damit hat sich der FAUB nach eigener Darstellung tendenziell am unteren Ende damals beobachtbarer Gesamtrenditen orientiert und möchte damit der Möglichkeit Rechnung tragen, dass diese im Zeitverlauf leicht nachgeben könnten.[114] Die Empfehlung aus Oktober 2019 wird regelmäßig vom FAUB überprüft, jedoch weiterhin unter den aktuellen Kapitalmarktbedingungen als sachgerecht erachtet.

Der **Bewertungsgutachter** hat mit Verweis auf die Empfehlung des FAUB sowie auf eigene Analysen eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe des Mittelwertes der vom FAUB aktuell empfohlenen Bandbreite in Höhe von 5,75 % angesetzt.

Eigene Analysen von FALK zur Beurteilung der angesetzten Marktrisikoprämie

Wir haben die vom Bewertungsgutachter mit 5,75 % angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern durch **eigene Berechnungen** zu tatsächlich erzielten und implizit erwarteten Marktrenditen in der Vergangenheit unter Heranziehung der deutschen Indizes Composite DAX (CDAX) und DAX plausibilisiert.

Die grundlegende Problematik der Analysen zur Marktrisikoprämie liegt – abgesehen von eher technischen Fragestellungen zur konkreten Berechnung – zum einen darin, dass die Marktrisikoprämie als Differenz von Marktrendite und risikolosem Zins nur indirekt, d. h. über die Parameter Marktrendite und risikoloser Zins, ableitbar ist und am Markt nicht unmittelbar gemessen bzw. beobachtet werden kann. Zum anderen ist für Zwecke der Unternehmensbewertung nicht die aus historischen Daten ableitbare Marktrisikoprämie relevant. Vielmehr ist die künftig erwartete Marktrisikoprämie maßgeblich.

Dennoch haben wir zunächst untersucht, welche (realen) Renditen der CDAX, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten deutschen Aktien enthält und somit als Surrogat für einen Marktindex geeignet ist, in der Vergangenheit erzielt hat.[115] Im Rahmen dieser Analyse haben wir die beobachtbaren nominalen Renditen des CDAX anhand des Verbraucherpreisindex für Deutschland[116] in reale Renditen umgerechnet. Durch die Betrachtung von realen Renditen wird eine zum Bewertungsstichtag gegenüber der Vergangenheit abweichende Inflation ausgeblendet.

[114] Vgl. Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 25.10.2019, abrufbar unter https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158.
[115] Deutsche Bundesbank; S&P Capital IQ.
[116] Statistisches Bundesamt, Verbraucherpreisindex für Deutschland.

Hinsichtlich eines geeigneten Beobachtungszeitraums ist zu beachten, dass das Basisdatum des CDAX der 30. Dezember 1987 ist,[117] sodass ab diesem Zeitpunkt keine ermessensbehafteten Rückberechnungen erforderlich sind und Daten unter anderem auf Monatsbasis vorliegen. Zur Reduktion von Abhängigkeiten vom konkreten Anfangs- bzw. Endzeitpunkt (z. B. aufgrund von kurzfristigen Schwankungen des Börsenindex) haben wir auf verschiedene Anfangs- bzw. Endjahre und innerhalb der Jahre auch auf einzelne Monate abgestellt.

Auf Grundlage dieser Analysen zu den realisierten realen Renditen unter Ansatz des Mittelwertes der geometrischen und der arithmetischen Renditen[118] ergeben sich für den CDAX bei langfristiger Betrachtung überwiegend **reale** Renditen von rd. 6,5 % bis rd. 7,5 %. Im Rahmen einer plausibilisierenden Analyse ab dem Jahr 1954 ergaben sich vergleichbare Ergebnisse.

Unter Beachtung von lange zu beobachtenden langfristigen Inflationserwartungen in Deutschland zwischen rd. 1,0 % und rd. 2,0 % ergäben sich ausgehend von den vorstehend genannten realen Marktrenditen nominale Marktrenditen (Gesamtrenditen) von rd. 7,5 % bis rd. 9,5 %. Diese Größenordnung liegt leicht oberhalb der vom FAUB genannten Bandbreite für die Gesamtrendite.

Aufgrund einer zum Bewertungsstichtag gegenüber der Zeit vor der COVID-19-Pandemie erhöhten mittelfristigen bzw. langfristigen Inflationserwartung in Deutschland von rd. 2,0 % bzw. rd. 2,1 % erscheint zum vorliegenden Bewertungsstichtag eine Orientierung am oberen Bereich der vorstehenden Bandbreite der nominalen Marktrendite sachgerecht.[119]

In einer weiteren Analyse haben wir die **impliziten realen und nominalen Marktrenditen** des DAX und somit die implizit in den Aktienkursen enthaltenen Renditen für den Zeitraum zwischen September 2005 und Juni 2024 monatlich analysiert. Zur Ableitung von impliziten Renditen werden Bewertungsmodelle zum Kapitalisierungszinssatz umgestellt, sodass die gesuchte Größe nicht der Unternehmenswert, sondern der in das Modell einfließende Kapitalisierungszinssatz ist. Dieser spiegelt bei Betrachtung aller in einem Marktindex enthaltenen Unternehmen die **implizite Marktrendite** wider. Für diese Betrachtung müssen die Unternehmenswerte und die finanziellen Überschüsse der Unternehmen bekannt sein. Diese Informationen werden üblicherweise aus der Marktkapitalisierung der Unternehmen an der Börse und aus den Analysteneinschätzungen zu künftigen finanziellen Überschüssen der Unternehmen abgeleitet.

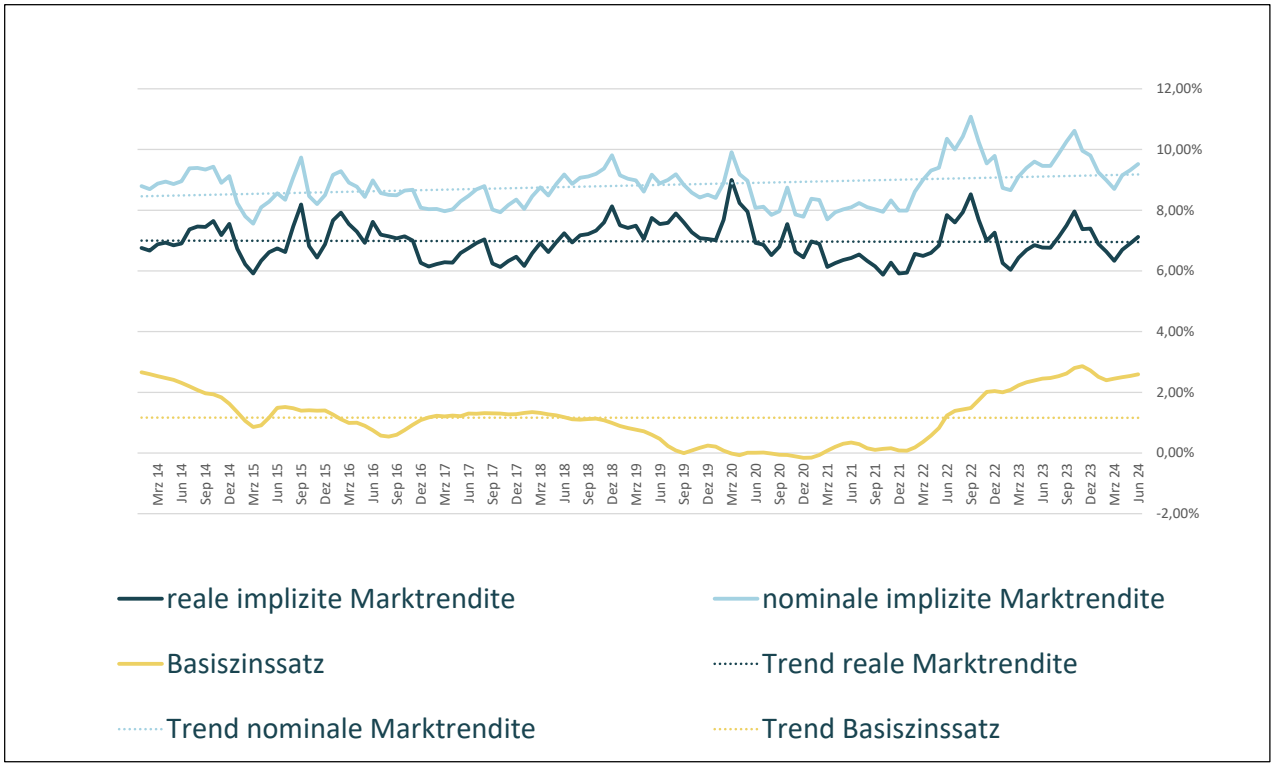
[117] Deutsche Börse AG, Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse AG, Mai 2018, S. 15.
[118] Vgl. hierzu IDW, Bewertung und Transaktionsberatung, Abschnitt A, Tz. 386.
[119] Die langfristigen Inflationserwartungen ergeben sich aus eigenen Berechnungen zu inflationsgeschützten und nicht-inflationsgeschützten deutschen Staatsanleihen. Hinsichtlich der mittelfristigen Inflationserwartung wird auf Abschnitt C.II.2.b) verwiesen.

Basis unserer Analysen waren daher insbesondere die Marktkapitalisierung der DAX-Unternehmen sowie Einschätzungen der Analysten zu künftigen Jahresüberschüssen dieser Unternehmen (sog. „Konsensus-Schätzungen“) zu den einzelnen Betrachtungszeitpunkten. Die relevanten Daten haben wir von dem Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ bezogen. Unter Berücksichtigung weiterer Annahmen, insbesondere zu Wachstum, Thesaurierungen und Inflationserwartungen, haben wir hieraus jeweils die Rendite ermittelt, die den Börsenkursen der DAX-Unternehmen und somit dem DAX als Marktindex implizit zugrunde lag.

Die impliziten Marktrenditen sind aufgrund der beschriebenen Vorgehensweise zukunftsgerichtet.

Im Durchschnitt (Median) über den betrachteten Zeitraum betrugen die so ermittelten impliziten realen bzw. nominalen Marktrenditen rd. 7,1 % bzw. rd. 9,1 %. Die implizite reale Marktrendite bestätigt damit die dargestellte historische reale Marktrendite.

Zu Ende Juni 2024 haben wir eine reale Marktrendite in Höhe von rd. 7,1 % und eine nominale Marktrendite von rd. 9,5 % ermittelt und somit Werte im Bereich des Durchschnitts (Median) der Vergangenheit.



Die vorstehende Abbildung zeigt die impliziten realen und nominalen Marktrenditen des DAX der letzten 10 Jahre (Juli 2014 bis Juni 2024) im Vergleich zum durchschnittlichen Basiszinssatz in den gleichen Jahren. Während sich der Basiszinssatz ausgehend vom Juli 2014 bis zum Ende des Jahres 2019 um über rd. 2%-Punkte verringert hat und im Jahr 2022 infolge des Inflationsanstiegs und der anschließenden Leitzinserhöhungen der Europäischen Zentralbank um über rd. 2,0 % gestiegen ist, verblieben die zukunftsgerichteten impliziten, realen Marktrenditen des DAX – mit Ausnahme von Anstiegen aufgrund von extremen Ereignissen (COVID-19-Pandemie und Beginn des Ukraine-Kriegs) – auf einem weitgehend konstanten Niveau zwischen rd. 6 % und rd. 8 %. Die realen Marktrenditen bewegen sich sowohl in den letzten 12 Monaten als auch Ende Juni 2024 annährend auf dem Niveau des langjährigen Durchschnitts.

Wir halten es vor diesem Hintergrund für vertretbar, auch zukünftig von nachhaltig weitgehend konstanten realen Marktrenditeerwartungen auf dem Niveau der Vergangenheit auszugehen.

Unter Berücksichtigung von aktuellen, langfristigen Inflationserwartungen in Deutschland von rd. 2,1 %[120] ist somit die Annahme einer künftigen nominalen Marktrendite oberhalb von rd. 9,0 % zum Bewertungsstichtag nach unseren Analysen gut begründbar.

Eine solche nominale Marktrendite lässt sich nicht unmittelbar mit der angesetzten Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 5,75 % vergleichen. Daher haben wir ergänzend untersucht, welche Marktrendite vor persönlichen Ertragsteuern einer solchen Marktrisikoprämie zugrunde liegt. Bei einer nominalen Marktrendite vor persönlichen Ertragsteuern von 9,31 % ergibt sich bei Annahme einer Markt-Ausschüttungsquote in Höhe von 40 %, unter Berücksichtigung des aktuell gültigen Abgeltungsteuersystems[121] sowie des angesetzten einheitlichen Basiszinssatzes vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,50 %, eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 5,75 %, wie die nachfolgende Tabelle zeigt:

[120] Die langfristigen Inflationserwartungen ergeben sich aus eigenen Berechnungen zu inflationsgeschützten und nicht-inflationsgeschützten deutschen Staatsanleihen.

[121] Es wurde unterstellt, dass die Marktrendite zu 40 % als Dividende ausgekehrt wird und insoweit der Abgeltungsteuer in Höhe von 26,375 % (inkl. SolZ) unterliegt und zu 60 % als Kursgewinn dem hälftigen Abgeltungsteuersatz in Höhe von 13,1875 % unterliegt. Der durchschnittliche Ertragsteuersatz auf die Marktrendite beträgt daher 18,46 %.

Erwartete Marktrisikoprämie	
1. Erwartete nominale Marktrendite vor persönlichen Ertragsteuern	9,31%
2. Persönliche Ertragsteuern (18,46%)	1,72%
3. Erwartete nominale Marktrendite nach persönlichen Ertragsteuern	**7,59%**
4. Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern	2,50%
5. Persönliche Ertragsteuern (26,375%)	0,66%
6. Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern	**1,84%**
7. Erwartete Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern (=3.-6.)	**5,75%**

Eine nominale Marktrendite in Höhe von 9,31 % liegt am oberen Ende der von uns aufgezeigten Bandbreite. Unter Beachtung der aktuell noch – im Vergleich zur Situation vor dem Beginn des Ukraine-Kriegs im Februar 2022 – erhöhten langfristigen Inflationserwartungen kann eine solche nominale Marktrendite sowie die angesetzte **Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 5,75 %** trotz des erhöhten Basiszinssatzes als **vertretbarer Schätzer** beurteilt werden.

d) Betafaktor

Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist entsprechend dem CAPM im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des Bewertungsobjektes anzupassen. Die individuelle Risikohöhe ermittelt sich grundsätzlich aus der Korrelation der Rendite des Bewertungsobjektes zur Rendite des Marktportfolios (z. B. CDAX, S&P 500, MSCI World) und wird im sog. Betafaktor ausgedrückt. Der Betafaktor ist damit Ausdruck des systematischen Risikos einer Anlage.

Bei einem am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktor von 1 entspricht das systematische Unternehmensrisiko dem Risiko des Marktportfolios, bei einem Wert kleiner 1 ist das Unternehmensrisiko geringer und bei einem Wert größer 1 ist es höher als das Risiko des Marktportfolios.

Die auf Grundlage von Kapitalmarktdaten erhobenen Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Unternehmens. In der Bewertungspraxis ist es üblich, zunächst einen sog. unverschuldeten Betafaktor abzuleiten, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens widerspiegelt (sog. Unlevern). Der Einfluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann in einem zweiten Schritt unter Berücksichtigung der individuellen Verschuldungssituation des Bewertungsobjekts berücksichtigt (sog. Relevern).

Bei der Bewertung der MEDION AG hat der Bewertungsgutachter BDO auf Grundlage einer Peer-Group einen unverschuldeten Betafaktor von 0,80 zugrunde gelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Betafaktor der MEDION AG oder einer Peer-Group

Ziel der Ermittlung von Betafaktoren im Rahmen des CAPM ist es, die künftigen systematischen Risiken des Bewertungsobjekts und somit die den künftigen finanziellen Überschüssen des Bewertungsobjekts zugrundeliegenden systematischen Risiken zu prognostizieren.

Bei börsennotierten Bewertungsobjekten besteht grundsätzlich die Möglichkeit, den Betafaktor anhand der eigenen Aktienkursentwicklung abzuleiten. Im vorliegenden Bewertungsfall werden die Aktien der MEDION AG unter anderem im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt, sodass es grundsätzlich möglich ist, Betafaktoren für die MEDION AG abzuleiten.

Wie zuvor dargestellt, ist es im Rahmen der Unternehmensbewertung indes erforderlich, dass der Betafaktor die den künftigen finanziellen Überschüssen zugrundeliegenden systematischen Risiken widerspiegelt. Da zwischen der MEDION AG und der Lenovo GmbH seit 2011 ein BGAV besteht und die Aktionäre unabhängig von der operativen Entwicklung der MEDION AG eine feste Ausgleichszahlung erhalten, ist der Aktienkurs nach unserer Beurteilung seit 2011 weitgehend losgelöst von der operativen Entwicklung und den operativen Unsicherheiten des Geschäftsmodells der MEDION AG. Somit würde ein aus dem Aktienkurs der MEDION AG abgeleiteter Betafaktor nicht die operativen Risiken des Geschäftsmodells widerspiegeln.

Bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse wurde hingegen von dem bestehenden BGAV abstrahiert, sodass die finanziellen Überschüsse die Chancen und Risiken des Geschäftsmodells berücksichtigen. Somit würde – bei Verwendung des unternehmenseigenen Betafaktors der MEDION AG – die in einer sachgerechten Unternehmensbewertung notwendige Risikoäquivalenz zwischen dem Kapitalisierungszinssatz, der die Rendite der Alternativanlage widerspiegelt, und den finanziellen Überschüssen nicht bestehen. Bereits aus diesem Grund ist es im Rahmen einer sachgerechten Unternehmensbewertung ausgeschlossen, dass der unternehmenseigene Betafaktor der MEDION AG zur Ableitung der den finanziellen Überschüssen zugrundeliegenden systematischen Risiken herangezogen wird.

Vollständigkeitshalber wird ergänzend darauf hingewiesen, dass die Aktie der MEDION AG nach unseren Analysen insbesondere in dem Jahr vor der Bekanntgabe des Squeeze-outs keine zur Ableitung aussagekräftiger Betafaktoren ausreichende Liquidität aufweist.

Somit ist zunächst festzustellen, dass es sachgerecht ist, den Betafaktor anhand einer Vergleichsgruppe (Peer-Group) abzuleiten, da der unternehmenseigene Betafaktor – wie vorstehend dargestellt – nicht sachgerecht verwendet werden kann.

Das konkrete Vorgehen von BDO wird auf den Seiten 38 f. des Bewertungsgutachtens dargestellt. Wir haben unabhängig von den Ergebnissen der BDO eine eigenständige Peer-Group-Recherche durchgeführt.

Ableitung Peer-Group

Bei der Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer-Group ist zu prüfen, welcher Grad an Vergleichbarkeit zwischen dem Bewertungsobjekt und den Peer-Group-Unternehmen erzielt werden kann. Dabei kann zwischen folgenden 3 Stufen der Vergleichbarkeit (in der Realität fließende Übergänge) unterschieden werden:

- Vergleichbarkeitsniveau I: Direkte Wettbewerber, die im Idealfall hinsichtlich des Geschäftsmodells, der Größe, der Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie der Produkte (u. a. Segmente, Diversifizierung, Qualität) weitestgehend identisch sind.

- Vergleichbarkeitsniveau II: Unternehmen, die in der gleichen Branche tätig (ähnliche Produkte und Beschaffungsmärkte) und dementsprechend grundsätzlich vergleichbaren Risiken hinsichtlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds ausgesetzt sind.

- Vergleichbarkeitsniveau III: Unternehmen mit ähnlichen Risikotreibern, insbesondere in Form von ähnlichen Beschaffungsmärkten und ähnlichen konjunkturellen Abhängigkeiten.

Im Rahmen unserer Recherchen konnten wir unter anderem aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsbereiche der MEDION AG kein börsennotiertes Unternehmen mit einem ausreichend liquiden Aktienhandel identifizieren, welches ein zur MEDION AG unmittelbar vergleichbares Geschäftsmodell aufweist und damit vollumfänglich dem Vergleichbarkeitsniveau I zuzuordnen ist.

Aus diesem Grund haben wir sowohl für den Bereich „Consumer Electronics“ als auch den Bereich „Mobilfunk“ eine Peer-Group (Vergleichsgruppe) abgeleitet. Zur Erstellung der jeweiligen Longlists haben wir auf den Finanzdatendienstleister S&P Capital IQ zurückgegriffen und anschließend die Unternehmen detailliert im Hinblick auf eine mögliche Vergleichbarkeit analysiert.

Auf der Longlist der ersten Vergleichsgruppe „Consumer Electronics“ wurden im ersten Schritt börsennotierte Unternehmen berücksichtigt, deren primäre Industrieklassifikation Consumer Electronics, Household Durables Distribution, Consumer Electronics Distribution, Technology Hardware oder Storage und Peripherals ist, und die wesentliche Umsatzerlöse in Europa oder Australien erzielen. Auf der Liste wurden ferner die weltweit tätigen Notebook- und PC-Hersteller ergänzt.

Im Rahmen einer Detailanalyse – u. a. im Hinblick auf Produktangebot und Kundenstruktur – ergab sich folgende Vergleichsgruppe für Consumer Electronics:

Peer-Group "Consumer Electronic" - Unternehmensbeschreibung				
Nr.	Unternehmen	Sitzland	Umsatz in Mio. €	Geschäftsmodell
1	Acer Incorporated	Taiwan	6.802,8	Acer Incorporated ist ein taiwanenischer Hersteller von Desktop-PCs, Notebooks, Tablets und IT-Peripherie jeder Art. Es bietet auch elektronische Informationsdienste, Versicherungs-Captive, Cloud-Technologie und Systemintegration sowie Programme und Dienstleistungen für intelligente Verkehrssysteme und elektronisches Ticketing an.
2	ASUSTeK Computer Inc.	Taiwan	13.595,1	ASUSTek ist ein in Taiwan ansässiger, multinationaler Hersteller für Computerhardware und Unterhaltungselektronik, der 1989 gegründet wurde. Zu den Kernprodukten zählen insbesondere Laptops, Motherboards, Grafikkarten sowie IT-Peripherie. ASUS ist insbesondere für seine innovativen Marken Republic of Gamer (High-End-Gaming) und ZenBook (Premium-Laptops) bekannt.
3	Ceconomy AG	Deutschland	22.242,0	Die Ceconomy AG ist ein deutscher Händler im Bereich Elektronikhandel, welcher führend im europäischen Markt ist. Ceconomy ist der Mutterkonzern der Handelsmarken Saturn und MediaMarkt. Über diese Handelsmarken vertreibt Ceconomy ihre Produkte sowohl durch das Filialgeschäft als auch über den Online-Shop der beiden Unternehmen. Das Unternehmen bietet Produkte der Unterhaltungselektronik, Haushaltsgeräte, IT- und Telekommunikationsprodukte sowie Smart-Home-Lösungen an.
4	Currys plc	Vereinigtes Königreich	10.068,6	Currys plc ist ein europaweit operierender britischer Händler für Elektronikgeräte, der seine Produkte sowohl über den eigenen Online-Shop als auch über physische Filialen vertreibt. Das Produktportfolio setzt sich insbesondere aus der Unterhaltungselektronik, Haushaltsgeräten, IT-Produkten (z.B. Laptops, Smartphones) und Smart-Home-Lösungen zusammen. Darüber hinaus bietet Currys plc diverse Dienstleistungen im Bereich der Telekommunikation (z. B. Mobilfunkverträge und Reparaturservices) an.
5	Groupe LDLC société anonyme	Frankreich	571,5	Groupe LDLC ist ein französischer Elektronikhändler, welcher insbesondere Computerhardware und -zubehör vertreibt. Neben dem Vertrieb von Produkten bekannter Marken wie zum Beispiel AMD und MSI, bietet LDLC auch eigene Produkte (insbesondere Computer-Hardware) an. Groupe LDLC generiert Umsätze einerseits über ihren Online-Shop, ist andererseits aber auch in zahlreichen physischen Fillialen durch Frankreich hinweg vertreten.
6	JB Hi-Fi Limited	Australien	5.856,6	JB Hi-Fi Limited ist ein führender australischer Einzelhändler für Unterhaltungselektronik und Haushaltsgeräte. Das Unternehmen operiert über seine Segmente JB Hi-Fi und The Good Guys. JB Hi-Fi vertreibt seine Produkte über seinen Online-Shop und über seine physischen Filialen in Australien und Neuseeland.

Auf der Longlist der zweiten Vergleichsgruppe „Mobilfunk“ wurden im ersten Schritt börsennotierte Unternehmen berücksichtigt, deren primäre Industrieklassifikation Telecommunication Services, Diversified Telecommunication Services, Alternative Carriers und Wireless Telecommunication Services ist und die in Europa oder Australien tätig sind. Die Liste wurde um börsennotierte europäische und australische MVNOs ergänzt, die eine abweichende primäre Industrieklassifikation haben.

Im Rahmen einer Detailanalyse – u. a. im Hinblick auf Produktangebot, regionale Ausrichtung und Infrastrukturnutzung – ergab sich folgende Vergleichsgruppe für Mobilfunk:

Peer-Group "Mobilfunk" - Unternehmensbeschreibung				
Nr.	**Unternehmen**	**Sitzland**	**Umsatz in Mio. €**	**Geschäftsmodell**
1	1&1 AG	Deutschland	4.096,7	Die 1&1 AG ist ein deutsches Telekommunikationsunternehmen, welches seit Ende 2023 ein eigenes Mobilfunknetz betreibt. Es bietet Produkte für mobiles Internet und Breitband sowie die dazugehörigen Anwendungen (z.B. Heimnetzwerke, Online-Speicher und Telefonie) an. Überwiegend basiert das Geschäftsmodell von 1&1 auf Kundenverträgen mit festen monatlichen Beträgen sowie festen Laufzeiten. Die Produkte und Dienstleistungen des Unternehmens werden unter den Markennamen 1&1, yourfone, smartmobil.de, WinSIM, PremiumSIM, simply und DeutschlandSIM angeboten.
2	freenet AG	Deutschland	2.627,3	Die freenet AG ist ein deutscher Telekommunikations- und Multimediadienstleister, der Leistungen in den Bereichen Mobilfunk, Internet, TV-Entertainment sowie mobile Endgeräte anbietet. Umsatzerlöse werden im Wesentlichen mit Privatkunden auf Basis langfristiger Verträge bzw. solchen mit einer monatlichen Laufzeitverlängerung im Abo-Modell erwirtschaftet. Die wertschaffenden Tätigkeiten innerhalb der Wertschöpfungskette sind in der Bündelung von Vorprodukten, dem Omnichannel-Vertrieb und Kundenmanagement verortet.
3	mobilezone holding ag	Schweiz	1.075,9	Die mobilezone holding ag ist ein Telekommunikationsdienstleister, der Leistungen in den Bereichen Mobilfunk- und Festnetztelefonie, Fernsehen sowie Internet anbietet. Daneben vertreibt mobilezone Smartphones, Tablets sowie verschiedene Wearables. Die Leistungen im Bereich Mobilfunk umfassen sowohl Pre-Paid- als auch Post-Paid-Angebote. Kunden können die Produkte über Filialen vor Ort sowie über den Online-Shop erwerben.

Im Rahmen unserer Analysen haben wir festgestellt, dass MNOs und somit Unternehmen, die ein eigenes Netz betreiben, in der Regel vom Geschäftsmodell deutlich diversifizierter sind als MVNOs und ein systematisch abweichendes Risiko haben. Aus diesem Grund wurden reine MNOs nicht berücksichtigt. Wenngleich die 1&1 AG mittlerweile ebenfalls über ein eigenes Netz verfügt, hatte die Gesellschaft über den Großteil des Beobachtungszeitraums kein eigenes Netz.

Die vorstehenden dargestellten Unternehmen weisen nach unserer Beurteilung in der Gesamtheit eine ausreichende Vergleichbarkeit auf, um anhand der Unternehmen die systematischen operativen Risiken des Bewertungsobjektes abzuschätzen.

Ermittlung historischer Raw-Betafaktoren

Die historischen Betafaktoren von börsennotierten Unternehmen hängen von der Wahl des Referenzindex, des Beobachtungszeitraums und des Renditeintervalls ab.

Durch den **Referenzindex** soll das in der Theorie des CAPM unterstellte Marktportfolio näherungsweise abgebildet werden. Das Marktportfolio besteht modelltheoretisch aus allen weltweit vorhandenen riskanten Anlagemöglichkeiten, die mit ihrem Anteil am Marktwert des gesamten Portfolios gewichtet sind. Da dieses nicht beobachtbar ist, wird in der Praxis der Unternehmensbewertung auf einen möglichst breiten Aktienindex abgestellt.

Hinsichtlich der Eignung unterschiedlicher Indizes besteht in Theorie und Bewertungspraxis keine Einigkeit. So werden die Betafaktoren von europäischen Unternehmen in der Bewertungspraxis im

Allgemeinen auf Grundlage von lokalen, europäischen oder weltweiten Indizes ermittelt. Das Abstellen auf einen weltweiten Index hat den Vorteil, dass dieser relativ breit und damit einem Marktportfolio im theoretischen Sinne angenähert ist. Problematisch ist nach unserer Einschätzung hinsichtlich der Verwendung von weltweiten Indizes die notwendige Währungsumrechnung und die damit einhergehende Vermischung von Risikoeffekten. Ferner ist hinsichtlich der Wahl des Referenzindex eine Konsistenz zur Marktrisikoprämie zu beachten, die in Deutschland tendenziell auf Grundlage von lokalen Indizes abgeschätzt wird. Durch die Bezugnahme auf einen möglichst breiten Landesindex wird regionalen Schwankungen entsprochen, Verzerrungen aus Wechselkursverwerfungen zwischen der Aktiennotierung und dem Index werden vermieden, und es besteht nach unserer Einschätzung eine hohe Konsistenz zur angesetzten Marktrisikoprämie.

Als Vergleichsindex haben wir daher grundsätzlich auf breite lokale Indizes (z. B. CDAX in Deutschland) abgestellt und zu Plausibilitätszwecken noch einen weltweiten Index (MSCI-World-Index) betrachtet.

Grundsätzlich ist aus statistischer Sicht für Zwecke der Regression (Ableitung des Betafaktors) ein möglichst hoher Stichprobenumfang – eine hohe Anzahl an Renditepaaren – zu befürworten. Dementsprechend sind für die Berechnung des Betafaktors zunächst grundsätzlich längere Schätzperioden bzw. **Beobachtungszeiträume** vorzugswürdig.

Indes ist die Länge des Beobachtungszeitraums auch im Hinblick auf die zur Verfügung stehenden Kapitalmarktdaten und die Prognosegüte der historischen Kapitalmarktdaten für den Betafaktor zu beurteilen. Bei längeren Betrachtungszeiträumen ist insbesondere zu hinterfragen, inwieweit die Renditen weit zurückliegender Zeiträume auch für die Zukunftsprognose des Betafaktors bzw. der künftigen systematischen Risiken des Bewertungsobjekts geeignet sind. Ferner besteht bei längeren Beobachtungszeiträumen eine größere Gefahr von Verzerrungen durch nicht-operative Aspekte (z. B. Übernahmespekulationen).

Bei der Schätzung des Betafaktors anhand von Kapitalmarktdaten ist darüber hinaus **die Intervallbildung** der Renditepaare (Periodizität) festzulegen. Grundsätzlich kommen monatliche, wöchentliche und tägliche Renditeintervalle in Betracht. Renditeintervall und Länge des Beobachtungszeitraums sollten hierbei nicht unabhängig voneinander festgelegt werden, da beide Parameter in Kombination den Stichprobenumfang definieren.

In der Praxis ist keine einheitliche Vorgehensweise in Bezug auf die Bestimmung von Renditeintervallen festzustellen. Betrachtungen von monatlichen Renditen über einen Zeitraum von 5 Jahren sowie wöchentliche Renditen über einen Zeitraum von 1 bis 5 Jahren sind in der Bewertungspraxis regelmäßig beobachtbar.

Bei monatlichen Intervallen ergeben sich nur bei sehr langen Beobachtungszeiträumen ausreichend viele Datenpunkte. Aufgrund schwankender Börsenumsätze und möglicher Sondereinflüsse wird insbesondere bei weniger liquiden Aktien von der Verwendung täglicher Renditen abgeraten.

Wir haben grundsätzlich die Betafaktoren für Beobachtungszeiträume von 2 bis 5 Jahren mit wöchentlichem Renditeintervall sowie von 5 Jahren mit monatlichem Renditeintervall genauer analysiert. Ferner haben wir die Betafaktoren nicht nur zum Bewertungsstichtag, sondern auch im Zeitablauf betrachtet. Hierbei haben wir auch geprüft, ob bei wöchentlicher Betrachtung die Wahl des Wochentags einen signifikanten Einfluss auf die Höhe des Betafaktors hat.

Nach unserer Einschätzung sind insbesondere wöchentliche Renditeintervalle gut geeignet, jedoch besteht keine generelle, stets gültige Vorzugswürdigkeit von bestimmten Beobachtungszeiträumen und Renditeintervallen. Daher erachten wir die Schätzung des Betafaktors auf Grundlage einer umfangreichen Analyse verschiedener Zeiträume, Renditeintervalle und Entwicklungen für sachgerecht.

Belastbarkeit historischer Betafaktoren

In der Praxis werden vielfach statistische Filterkriterien zur Beurteilung der Belastbarkeit von Betafaktoren herangezogen. Dabei wird häufig auf das Bestimmtheitsmaß (R^2) und den t-Test abgestellt.

Das Bestimmtheitsmaß (R^2) drückt den Anteil der durch die Marktrendite erklärten Streuung an der Gesamtstreuung der Aktienrenditen aus. Bei einem Bestimmtheitsmaß von Null würde ein Unternehmen somit keine systematischen Risiken aufweisen. Sowohl niedrige als auch hohe Anteile der systematischen Risiken an den Gesamtrisiken einer Aktie sind mit dem CAPM vereinbar. Die Höhe des R^2 ist damit aus theoretischer Sicht kein überzeugendes Kriterium für die Beurteilung der Belastbarkeit von Betafaktoren.

Im Rahmen des t-Tests wird der ermittelte Betafaktor daraufhin geprüft, ob dieser signifikant von null verschieden ist. Ein Betafaktor in Höhe von null bzw. nahe null würde den t-Test daher „nicht bestehen“; ein Betafaktor von null würde bedeuten, dass das systematische Risiko der Aktie null beträgt und die Aktienrendite ausschließlich durch unsystematische Risiken erklärt würde. Ein systematisches Risiko von null und damit ein Betafaktor von null ist aber sowohl mit dem Marktmodell und dessen empirischer Umsetzung über eine Regressionsanalyse als auch mit dem CAPM vereinbar. Der t-Test ist damit analog zum Bestimmtheitsmaß aus theoretischer Sicht kein überzeugendes Kriterium für die Beurteilung der Belastbarkeit von Betafaktoren.

Die oben genannten statistischen Filterkriterien können daher bei der Beurteilung der Belastbarkeit von Betafaktoren nicht überzeugen.

Ein statistisches Maß zur Einschätzung der Güte stellt der Standardfehler des Betafaktors oder auch das aus diesem abgeleitete Konfidenzintervall dar. Das Konfidenzintervall gibt den Bereich an, in dem sich der „wahre“ Betafaktor mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit befindet und misst somit die Verlässlichkeit. Wenngleich das Konfidenzintervall die Verlässlichkeit verdeutlicht, fehlt es bei diesem Maß an trennscharfen Grenzen, die anzeigen, wann die Verlässlichkeit zu gering ist.

Für die Beurteilung der Belastbarkeit der verwendeten Betafaktoren wird daher, wie in der Bewertungspraxis üblich, insbesondere auf die Liquidität des Handels der Aktien der relevanten Unternehmen abgestellt.

Mit der Messung der Liquidität von Aktien kann ein Urteil über die Markteffizienz und somit die Belastbarkeit der Marktdaten getroffen werden. Nur wenn eine sachlich und zeitlich unverzerrte Anpassung der Aktienkurse und somit auch der Aktienrenditen an (neue) ökonomische Rahmenbedingungen erfolgt, ist gewährleistet, dass der Zusammenhang zwischen den Schwankungen des Kurses der Aktie und den Schwankungen des Marktes zutreffend widergespiegelt wird.

In der Praxis besteht bisher kein eindeutiges Messkonzept für die Liquiditätsbeurteilung. Bei unseren Analysen haben wir unter anderem auf die nach unserer Auffassung aussagekräftigen Kriterien Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread), Handelstage und Handelsvolumen abgestellt.

Zur Geld-Brief-Spanne stellt das OLG Frankfurt am Main[122] im Beschluss vom 26. Januar 2017 fest, dass „unabhängig davon, dass es keine festen Werte hinsichtlich der einzelnen Indikatoren gibt, bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld-Brief-Spanne erhebliche Bedenken an der Liquidität der Aktie“ bestehen. Nach Ansicht des Landgerichts München[123] liegt die Obergrenze für den relativen Bid-Ask-Spread im Hinblick auf die Liquidität einer Aktie sogar bei 1,25 %. Oberhalb dieser Grenze würde der Kurs des Unternehmens zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch den hohen Bid-Ask-Spread zu hoch seien.

Im Rahmen der Liquiditätsanalyse für die Vergleichsunternehmen sind wir zu dem Ergebnis gekommen, dass alle Vergleichsunternehmen in dem fünfjährigen Beobachtungszeitraum vor dem Bewertungsstichtag einen ausreichend liquiden Aktienhandel aufweisen.

Die Prognose von künftigen Betafaktoren erfolgt grundsätzlich auf Basis von historischen Kapitalmarktdaten. Für eine belastbare Prognose sind die dem Ermittlungszeitraum des Betafaktors inhärenten Kursdaten unter anderem im Hinblick auf Sondereinflüsse (insbesondere nicht operative Aspekte) zu beurteilen.

[122] OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26.01.2017 – 21 W 75/15.
[123] LG München, Beschluss vom 30.06.2017 – 5 HK 13182/15.

Vor diesem Hintergrund wurden die Vergleichsunternehmen einer Börsenkursanalyse unterzogen, mit dem Ergebnis, dass keine wesentlichen Anzeichen dafür ersichtlich sind, dass die historischen Betafaktoren der dargestellten Vergleichsunternehmen aufgrund von nicht operativen Sondereinflüssen wesentlich verzerrt sind.

Anpassung historischer Betafaktoren

In der Bewertungspraxis werden teilweise Verfahren zur Anpassung der am Kapitalmarkt beobachtbaren Raw-Betafaktoren verwendet. BDO hat ein solches Anpassungsverfahren nicht angewendet und daher auf die Raw-Betafaktoren abgestellt. Bei dem bekanntesten Anpassungsverfahren wird der am Kapitalmarkt beobachtbare Raw-Betafaktor mit 2/3 multipliziert und auf das Produkt ein Betrag von 1/3 addiert. Hierdurch soll abgebildet werden, dass laut Studien verschuldete Betafaktoren langfristig eine Tendenz zu eins haben. Bei Unternehmen mit einem verschuldeten Betafaktor von unter eins erhöht sich durch diese Anpassung c. p. der Betafaktor. Im umgekehrten Fall reduziert sich der Betafaktor.

Sowohl in der Wissenschaft als auch in der Bewertungspraxis besteht keine einheitliche Einschätzung zur Verwendung von Anpassungsverfahren und Adjusted-Betafaktoren. Nach unserer Einschätzung wird in der deutschen Bewertungspraxis überwiegend auf eine solche Anpassung verzichtet.

Im Grundsatz geht die Korrektur bei Adjusted-Betafaktoren auf Blume[124] zurück, der in seiner Untersuchung verschuldete Betafaktoren betrachtet hat. Aufgrund der Betrachtung von verschuldeten Betafaktoren kann die von Blume festgestellte Tendenz zu eins sowohl aus veränderten operativen Risiken als auch aus Finanzierungsrisiken resultieren. Da die Finanzierungsrisiken durch das Un- und Relevern indes bereits an künftige Entwicklungen angepasst werden, würde die zusätzliche Anpassung zu Fehlern führen, soweit die festgestellte Tendenz zu eins aus veränderten Finanzierungsrisiken resultiert. Nach unserer Einschätzung ist eine solche Anpassung daher zu pauschal und würdigt den Einzelfall des Geschäftsmodells zu wenig.

Wenngleich die Verwendung von Adjusted-Betafaktoren aus unserer Sicht nicht das vorzugswürdige Vorgehen darstellt, kann es aufgrund der Uneinheitlichkeit in der Bewertungspraxis jedoch nicht als unvertretbar bezeichnet werden.

Im Ergebnis haben wir indes keine Betrachtung von Adjusted-Betafaktoren vorgenommen und wie der Bewertungsgutachter ausschließlich auf Raw-Betafaktoren abgestellt.

[124] Blume, Betas and Their Regression Tendencies, Journal of Finance 1975, S. 785-795; Blume, On the Assessment of Risk, Journal of Finance 1971, S. 1.

Ermittlung von unverschuldeten Betafaktoren

Die auf Basis von Kapitalmarktdaten abgeleiteten verschuldeten Raw-Betafaktoren spiegeln sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken des Betrachtungsobjekts wider.

Um die individuellen, bewertungsobjektspezifischen Finanzierungsrisiken berücksichtigen zu können, sind die am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktoren zunächst um die im Beobachtungszeitraum vorliegenden Finanzierungsrisiken zu bereinigen (sog. Unlevern).

Zur Ableitung von unverschuldeten Betafaktoren ($ß_u$) aus verschuldeten Betafaktoren ($ß_v$) wird in der Bewertungstheorie und -praxis auf Anpassungsformeln zurückgegriffen. In der vorliegenden Bewertung wurde von BDO die folgende auf Harris/Pringle[125] zurückgehende Formel verwendet.

$$ß_u = \frac{ß_v + ß_{FK} \cdot \frac{FK}{EK}}{1 + \frac{FK}{EK}}$$

Die von BDO verwendete Formel ist eine in der Bewertungspraxis regelmäßig verwendete Anpassungsformel, bei der unterstellt wird, dass die Steuervorteile aus der Fremdfinanzierung eine Unsicherheit entsprechend den operativen Risiken aufweisen (unsichere Steuervorteile). Die Anpassungsformel ermöglicht eine explizite Berücksichtigung der Unsicherheit des Fremdkapitals (Debt Beta). Wir halten die Anwendung der Formel im vorliegenden Bewertungsfall für sachgerecht.

In die vorstehende Formel fließen das Eigen- und Fremdkapital zu Marktwerten ein. Entsprechend dem üblichen Vorgehen in der Bewertungspraxis wurde von uns vereinfachend für den Marktwert des Eigenkapitals (EK) die Marktkapitalisierung und für den Marktwert des Fremdkapitals (FK) der Buchwert des Nettofremdkapitals der Vergleichsunternehmen angesetzt. Der sich aus den beiden Kapitalgrößen ergebende Verschuldungsgrad wurde als Durchschnittswert über den jeweiligen Beobachtungszeitraum ermittelt.

Das in der Formel enthaltene sog. Debt Beta ($ß_{FK}$), das das Risiko der Fremdkapitalgeber widerspiegelt, wurde von uns aus der Rendite von Unternehmensanleihen abgeleitet, die eine zu den Vergleichsunternehmen äquivalente Bonitätseinschätzung aufweisen.

[125] Vgl. Harris/Pringle, Risk-Adjusted Discount Rates – Extensions from the Average-Risk Case, The Journal of Financial Research 1985, S. 237-244.

Die folgende Übersicht zeigt die Ermittlung der unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen „Consumer Electronics“ auf der Grundlage von lokalen Indizes sowie eines weltweiten Index zum 31. August 2024:[126]

Peer Group - Unverschuldeter Betafaktor												
			2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
Nr.	Unternehmen	Sitzland	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
1	Acer Incorporated	Taiwan	0,87	0,91	1,05	0,84	0,95	0,54	1,02	0,66	1,01	1,04
2	ASUSTeK Computer Inc.	Taiwan	0,89	1,11	0,89	0,84	0,75	0,64	0,81	0,64	0,60	0,93
3	Ceconomy AG	Deutschland	0,78	0,72	0,71	0,58	0,79	0,63	1,00	1,07	1,17	1,12
4	Currys plc	Vereinigtes Königreich	0,75	0,73	0,68	0,67	0,65	0,64	0,72	0,72	0,84	0,82
5	Groupe LDLC société anonyme	Frankreich	0,92	0,35	0,94	0,34	0,67	0,29	0,71	0,79	0,82	1,21
6	JB Hi-Fi Limited	Australien	1,02	1,02	1,14	1,07	1,03	1,04	1,03	1,07	1,14	1,57
	Arithmethisches Mittel		0,87	0,81	0,90	0,72	0,81	0,63	0,88	0,83	0,93	1,11
	Min.		0,75	0,35	0,68	0,34	0,65	0,29	0,71	0,64	0,60	0,82
	Max.		1,02	1,11	1,14	1,07	1,03	1,04	1,03	1,07	1,17	1,57
	Median		0,88	0,82	0,92	0,75	0,77	0,64	0,91	0,75	0,93	1,08

Im Rahmen der Analysen haben wir bei manchen Vergleichsunternehmen einen sogenannten Wochentagseffekt festgestellt. Das heißt, dass die auf Grundlage von wöchentlichen Renditeintervallen ermittelten Betafaktoren c. p. abhängig von dem gewählten Wochentag sind. Die über den Wochendurchschnitt ermittelten Betafaktoren liegen im Durchschnitt leicht oberhalb der in der vorstehenden Tabelle dargestellten Betafaktoren, die sich bei ausschließlicher Berücksichtigung der Freitagsrenditen ergeben. Die durch Regression gegen lokale Indizes ermittelten sogenannten lokalen Betafaktoren weisen nach unseren Analysen einen deutlich geringeren Standardfehler des Betafaktors und somit eine höhere statistische Verlässlichkeit auf.

Insgesamt ist hinsichtlich aller Betafaktoren bei lokaler Betrachtung eine Bandbreite von 0,60 bis 1,17 festzustellen. Abgeleitet aus den jeweiligen Jahresdurchschnittswerten in der vorstehenden Datentabelle ergibt sich bei lokaler Betrachtung eine Bandbreite beim arithmetischen Mittelwert zwischen 0,81 und 0,93 sowie beim Median zwischen 0,77 und 0,93. Bei Betrachtung ausschließlich der lokalen Betafaktoren beträgt sowohl der Mittelwert als auch der Median 0,88. Der Mittelwert bzw. der Median aller dargestellten Betafaktoren beträgt 0,85 bzw. 0,84.

Die folgende Übersicht zeigt die Ermittlung der unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen „Mobilfunk“ auf der Grundlage von lokalen Indizes sowie eines weltweiten Index zum 31. August 2024:[127]

[126] Eigene Berechnung unter Rückgriff auf Daten von S&P Capital IQ. Hinsichtlich der verschuldeten Betafaktoren sowie der Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen wird auf Anlage 3 verwiesen.

[127] Eigene Berechnung unter Rückgriff auf Daten von S&P Capital IQ. Hinsichtlich der verschuldeten Betafaktoren sowie der Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen wird auf Anlage 3 verwiesen.

Peer Group - Unverschuldeter Betafaktor												
			2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
Nr.	Unternehmen	Sitzland	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
1	1&1 AG	Deutschland	0,60	0,59	0,55	0,43	0,66	0,51	0,76	0,68	0,50	0,52
2	freenet AG	Deutschland	0,51	0,43	0,56	0,39	0,55	0,47	0,51	0,50	0,44	0,49
3	mobilezone holding ag	Schweiz	0,90	0,59	0,81	0,51	0,79	0,65	0,90	0,87	0,80	0,84
	Arithmethisches Mittel		0,67	0,54	0,64	0,44	0,67	0,54	0,73	0,68	0,58	0,62
	Min.		0,51	0,43	0,55	0,39	0,55	0,47	0,51	0,50	0,44	0,49
	Max.		0,90	0,59	0,81	0,51	0,79	0,65	0,90	0,87	0,80	0,84
	Median		0,60	0,59	0,56	0,43	0,66	0,51	0,76	0,68	0,50	0,52

Auch bei der Peer-Group „Mobilfunk“ haben wir in einem geringen Umfang einen Wochentagseffekt festgestellt. Die über den Wochendurchschnitt ermittelten Betafaktoren liegen im Durchschnitt leicht oberhalb der in der vorstehenden Tabelle dargestellten Betafaktoren, die sich bei ausschließlicher Berücksichtigung der Freitagsrenditen ergeben. Die durch Regression gegen lokale Indizes ermittelten sogenannten lokalen Betafaktoren weisen nach unseren Analysen einen deutlich geringeren Standardfehler des Betafaktors und somit eine höhere statistische Verlässlichkeit auf.

Insgesamt ist hinsichtlich aller Betafaktoren bei lokaler Betrachtung eine Bandbreite von 0,44 bis 0,90 festzustellen. Abgeleitet aus den jeweiligen Jahresdurchschnittswerten in der vorstehenden Datentabelle ergibt sich bei lokaler Betrachtung eine Bandbreite beim arithmetischen Mittelwert zwischen 0,58 und 0,73 sowie beim Median zwischen 0,50 und 0,76. Bei Betrachtung ausschließlich der lokalen Betafaktoren beträgt der Mittelwert bzw. der Median 0,66 bzw. 0,60. Der Mittelwert bzw. der Median aller dargestellten Betafaktoren beträgt 0,61 bzw. 0,55.

Der von BDO angesetzte unverschuldete Betafaktor in Höhe von 0,80 liegt somit zwischen dem Mittelwert der Peer-Group „Mobilfunk“ und dem Mittelwert der Peer-Group „Consumer Electronics“.

Bei der Beurteilung des Betafaktors ist zu beachten, dass der unverschuldete Betafaktor die systematischen Risiken des Geschäftsmodells widerspiegeln soll. Systematische Risiken entstehen z. B. durch Faktoren wie Zinsänderungen, Inflation oder die konjunkturelle Entwicklung und betreffen im Gegensatz zu unsystematischen Risiken den gesamten Markt. Bei der MEDION AG besteht nach unserer Ansicht eine erhöhte konjunkturelle Abhängigkeit aufgrund des Projektgeschäfts mit Handelsketten, der Kundenstruktur und des Prepaid-Angebots im Mobilfunk.

Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung erachten wir den von BDO angesetzten unverschuldeten Betafaktor von 0,80 als im Rahmen einer vertretbaren Bandbreite liegend.

Bei der Würdigung des Betafaktors ist ferner zu beachten, dass sich der Risikozuschlag als Produkt aus der Marktrisikoprämie und dem verschuldeten Betafaktor ergibt und somit die beiden Parameter gemeinsam zu würdigen sind. Die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % stellt nach unserer Einschätzung, wie in Abschnitt C.II.6.c) erläutert, einen vertretbaren Schätzer dar. Somit ergeben sich auch im Rahmen einer Gesamtbetrachtung im Hinblick auf den Risikozuschlag keine Anhaltspunkte für eine Unvertretbarkeit.

Ausgehend von dem unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,80 ermittelt BDO unter Beachtung der künftigen, periodenindividuellen Finanzierungsrisiken der MEDION AG bei Anwendung von in der Bewertungspraxis üblichen Formeln periodenindividuelle verschuldete Betafaktoren.

e) Angesetzter Kapitalisierungszinssatz

Die bei der Bewertung der MEDION AG durch den Bewertungsgutachter angesetzten Kapitalisierungszinssätze ergeben sich somit wie folgt:

MEDION AG - Kapitalkosten					
	Detailplanungsphase				Phase II
Jahr	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29 ff.
Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönlicher Ertragsteuersatz	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%
Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern	**1,84%**	**1,84%**	**1,84%**	**1,84%**	**1,84%**
Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern	**5,75%**	**5,75%**	**5,75%**	**5,75%**	**5,75%**
Unverschuldeter Betafaktor	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Verschuldungsgrad	-0,37	-0,31	-0,33	-0,31	-0,29
Marktwert des Eigenkapitals nach persönlichen Ertragsteuern (Periodenbeginn, in TEUR)	176.434	174.428	174.221	174.878	174.821
Netto-Fremdkapital (Periodenbeginn, in TEUR)	-65.218	-54.942	-58.312	-54.851	-50.899
Debt Beta (rechnerisch)	0,10	0,09	0,07	0,09	0,13
Verschuldeter Betafaktor	**0,54**	**0,58**	**0,56**	**0,58**	**0,60**
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern	**4,96%**	**5,16%**	**5,05%**	**5,15%**	**5,31%**
Wachstumsabschlag					1,00%
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern und Wachstumsabschlag	**4,96%**	**5,16%**	**5,05%**	**5,15%**	**4,31%**

Im Ergebnis halten wir daher den von BDO angesetzten Kapitalisierungszinssatz unter Beachtung der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse für vertretbar.

Wir weisen darauf hin, dass sich im Rahmen der Aktualisierungsprüfung zur Hauptversammlung der MEDION AG am 12. November 2024 die Notwendigkeit einer Aktualisierung der Kapitalisierungszinssätze ergeben kann.

7. Ertragswert MEDION AG

Auf Basis der in Abschnitt C.II.5.i) dieses Berichts dargestellten Nettoausschüttungen an die Anteilseigner sowie der in Abschnitt C.II.6.e) dargestellten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze wurde der Ertragswert der MEDION AG vom Bewertungsgutachter wie folgt ermittelt:

MEDION AG - Ableitung Ertragswert					
in TEUR	Detailplanungsphase				Phase II
Jahr	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29 ff.
Zu kapitalisierendes Ergebnis	**10.757**	**9.201**	**8.133**	**9.069**	**7.539**
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	4,96%	5,16%	5,05%	5,15%	4,31%
Barwertfaktor	0,95	0,91	0,86	0,82	19,02
Barwert der jeweiligen Periode	10.248	8.337	7.015	7.439	143.396
Barwerte jeweils zum 31. März des Vorjahres	**176.434**	**174.428**	**174.221**	**174.878**	**174.821**
Ertragswert zum 31. März 2024	**176.434**				
Aufzinsungsfaktor	1,03				
Ertragswert zum 12. November 2024	**181.802**				

Wir haben die Ertragswertermittlung von BDO anhand eines eigenen Modells rechnerisch nachvollzogen und kommen bei den vorstehend dargestellten Annahmen zu einem identischen Ertragswert für die MEDION AG.

8. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswertes der MEDION AG von BDO auch Sonderwerte sowie nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt.

Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen werden solche Vermögenswerte definiert, die frei veräußert werden können, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird. Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens zum Ertragswert werden die nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile und die dazugehörigen Schulden sowie gegebenenfalls anfallende Ertragsteuern unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung gesondert bewertet und in den Gesamtwert einbezogen.

Im Rahmen der Bewertung der MEDION AG wurden folgende Sachverhalte von BDO als Sonderwerte berücksichtigt (vgl. ausführlich BDO, Bewertungsgutachten, S. 72 f.):

- Nicht betriebsnotwendige Liquidität
- Nicht betriebsnotwendig genutztes Grundstück
- Nicht konsolidierte Tochterunternehmen

Konkret wurden die vorstehenden Sachverhalte mit folgenden Beträgen im Rahmen der Bewertung der MEDION AG berücksichtigt:

MEDION AG - Sonderwerte Übersicht	
in TEUR	
Nicht betriebsnotwendige Liquidität	241.121
Nicht betriebsnotwendig genutztes Grundstück	5.250
Nicht konsolidierte Tochterunternehmen	364
Summe Sonderwerte vor persönlichen Steuern zum 31. März 2024	**246.735**
Persönliche Ertragsteuern	1.481
Summe Sonderwerte nach persönlichen Steuern zum 31. März 2024	**245.254**
Aufzinsung	1,03
Summe Sonderwerte nach persönlichen Steuern zum 12. November 2024	**252.716**

BDO hat auf Grundlage von Analysen zur Liquiditätsentwicklung nachhaltig rd. TEUR 50.000 liquider Mittel als betriebsnotwendig angenommen und unter Beachtung des Finanzierungsbedarfs der ersten Perioden TEUR 241.121 als **nicht betriebsnotwendige Liquidität** im Sonderwert berücksichtigt.

Wir halten es auf Grundlage der mit der MEDION AG geführten Gespräche und eigenen Analysen für vertretbar anzunehmen, dass rd. TEUR 50.000 liquide Mittel nachhaltig betriebsnotwendig sind. Die Abbildung der übrigen liquiden Mittel im Rahmen des Sonderwertes stellt ein mögliches sachgerechtes Vorgehen dar.

Die MEDION AG besitzt ein **nicht betrieblich genutztes Grundstück**, das BDO ebenfalls als Sonderwert in Höhe von TEUR 5.250 vor persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt hat. Bei dem Grundstück handelt es sich um 50.000 m² Grünfläche, die zum Betriebsgelände gehört, jedoch nicht betrieblich verwendet wird.

Unter Beachtung von bisher gescheiterten Verkäufen aufgrund nicht erfolgter behördlicher Genehmigungen, den Auskünften der MEDION AG zu Verwertungsmöglichkeiten und Gesprächen mit der Stadt Essen sowie dem aktuellen Bodenrichtwert erachten wir den Ansatz der BDO für vertretbar.

BDO hat die **3 nicht konsolidierten Tochterunternehmen** MLAP GmbH, LIFETEC International Ltd. (ruhend) sowie die MEDION International (Far East) Ltd. (ruhend) mit zusammen TEUR 364 als Sonderwert vor persönlichen Ertragsteuern berücksichtigt. Wir erachten den Ansatz unter Beachtung des bilanziellen Eigenkapitals und der beendeten Geschäftstätigkeit der Gesellschaften als vertretbar.

Auf den Wert für die nicht konsolidierten Tochterunternehmen sowie das nicht betrieblich genutzte Grundstück hat BDO persönliche Ertragsteuern in Höhe von 26,375 % bzw. TEUR 1.481 berücksichtigt. Nach unserer Beurteilung wäre beispielsweise auch ein Ansatz von 13,1875 % begründbar, jedoch halten wir den Ansatz insgesamt – unter Beachtung der gleichzeitigen Nichtberücksichtigung von voraussichtlich bei der Veräußerung auftretenden Unternehmenssteuern durch BDO – für vertretbar.

Uns sind im Rahmen unserer Prüfung keine Anhaltspunkte für weiteres wesentliches, nicht betriebsnotwendiges Vermögen zur Kenntnis gelangt, das nicht über die Planung bereits abgebildet ist.

Das **steuerliche Einlagekonto** der MEDION AG wird nach den Analysen von BDO, basierend auf der der Bewertung zugrundeliegenden Planungsrechnung, nicht genutzt werden können, da der steuerlich ausschüttbare Gewinn die geplanten Ausschüttungen übersteigt. Dem steuerlichen Einlagekonto hat BDO daher keinen gesonderten Wert beigemessen. Wir haben die Nutzbarkeit des steuerlichen Einlagekontos geprüft und halten es für sachgerecht, dem steuerlichen Einlagekonto keinen Wert beizumessen.

Die Ableitung der vorstehend dargestellten Sonderwerte und nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte haben wir inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen. Auf Grundlage der aktuell vorliegenden Informationen erachten wir die angesetzten Sonderwerte insgesamt für einen vertretbaren Wertansatz.

9. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Der Bewertungsgutachter hat unter Berücksichtigung des Ertragswerts der MEDION AG sowie der Sonderwerte folgenden Unternehmenswert für die MEDION AG zum 12. November 2024 ermittelt:

MEDION AG - Unternehmenswert und Wert je Aktie	
	12. November 2024
Ertragswert der MEDION AG (in TEUR)	181.802
Sonderwerte (in TEUR)	252.716
Unternehmenswert der MEDION AG (in TEUR)	**434.519**
Anzahl Aktien MEDION AG (ohne eigene Aktien)	44.681.430
Unternehmenswert der MEDION AG je Aktie (in EUR)	**9,72**

Das Grundkapital der MEDION AG ist in 48.418.400 Stückaktien eingeteilt. Die Gesellschaft hält auskunftsgemäß 3.736.970 eigene Anteile, somit verbleiben 44.681.430 ausstehende Aktien.

Demzufolge ergibt sich auf Basis der Berechnungen von BDO auf den Tag der Hauptversammlung am 12. November 2024 ein rechnerischer Wert je Aktie der MEDION AG in Höhe von EUR 9,72.

Wir haben die Durchführung der Bewertung in allen wesentlichen Schritten nachvollzogen und durch eigene Analysen plausibilisiert.

Wenngleich nach unserer Beurteilung einzelne Bewertungsannahmen zu ambitioniert und andere zu konservativ sind, beurteilen wir den von BDO ermittelten Unternehmenswert und den Wert je Aktie im Ergebnis als angemessen.

10. Plausibilisierung des Unternehmenswertes anhand von Multiplikatoren

In der Bewertungspraxis ist es üblich, den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mittels alternativer Verfahren zu plausibilisieren.

Vereinfachte Preisfindungsverfahren liefern Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Ertragswertberechnung (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 143). Die Bewertungspraxis greift in diesem Zusammenhang regelmäßig auf die so genannten Multiplikator-Verfahren zurück.

Bei der Multiplikator-Bewertung handelt es sich um einen marktorientierten Bewertungsansatz, der auf am Markt bereits zustande gekommenen Preisen und damit auf am Markt verarbeiteten Informationen basiert. Ein Multiplikator spiegelt dabei das Verhältnis einer Bezugsgröße (z. B. Umsatz, EBITDA oder EBIT) zum Marktwert eines Unternehmens wider, der für mit dem Bewertungsobjekt vergleichbare Unternehmen auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten und veröffentlichten Unternehmensinformationen ermittelt wird. Der „Wert“ eines Unternehmens resultiert dann aus dem Produkt der spezifischen Bezugsgrößen des Bewertungsobjekts mit dem Multiplikator der vergleichbaren Unternehmen.

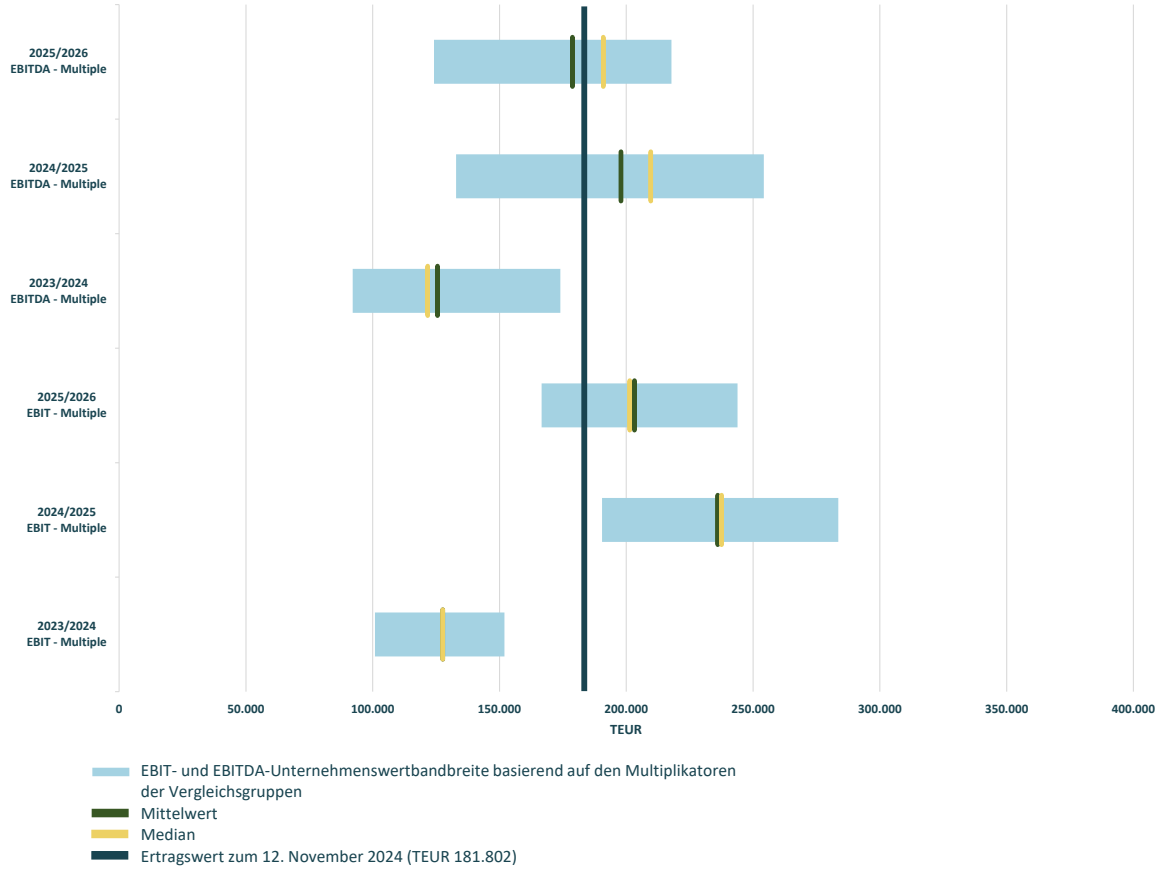
Die Auswahl der in der Literatur und Praxis zu findenden Multiplikatoren ist vielfältig. Grundsätzlich wird jedoch zwischen so genannten Equity- und Entity-Multiplikatoren differenziert. Equity-Multiplikatoren bilden unmittelbar den Marktwert des Eigenkapitals ab. Entity-Multiplikatoren ermitteln zunächst den Marktwert des gesamten investierten Kapitals. Der Marktwert des Eigenkapitals ergibt sich dann, indem der Marktwert der Nettofinanzschulden des Bewertungsobjekts abgezogen wird.

Die üblicherweise verwandten Bezugsgrößen EBIT und EBITDA bilden die Ertragskraft des Unternehmens vor Finanzierungseffekten ab, sodass es sich um Entity-Multiplikatoren handelt.

Für die im Rahmen der Betafaktorermittlung angegebenen Vergleichsgruppen (vgl. Abschnitt C.II.6.d)) haben wir in einem ersten Schritt EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren auf Grundlage des aktuellen Unternehmensgesamtwerts der Unternehmen sowie aktuellen Analystenschätzungen

zum EBIT und EBITDA für die Jahre 2023 bis 2025 bzw. 2023/24 bis 2025/26 ermittelt. Die Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen wurden in einem zweiten Schritt auf das äquivalente EBIT und EBITDA der MEDION AG angewendet und – unter Berücksichtigung des Nettofremdkapitals der MEDION AG – der Marktwert des Eigenkapitals der MEDION AG ohne Sonderwerte bzw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen ermittelt.

Die nachfolgende Abbildung zeigt die so ermittelte Bandbreite:



Der von BDO ermittelte Ertragswert für die MEDION AG in Höhe von TEUR 181.802 liegt somit innerhalb der aufgezeigten Bandbreite.[128]

Auf Basis dieser Plausibilisierung haben wir somit keine Anhaltspunkte dafür gewonnen, dass der ermittelte Ertragswert im Vergleich zum Marktumfeld des Bewertungszeitpunkts nicht angemessen ist.

[128] Es wurde nicht der Unternehmenswert, sondern der Ertragswert und somit der Wert ohne Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen zum Vergleich herangezogen.

11. Barwert der Ausgleichszahlungen

a) Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Zwischen der MEDION AG und der Lenovo GmbH wurde unter dem Datum 25. Oktober 2011 ein BGAV geschlossen. Dieser wurde auf unbestimmte Zeit geschlossen und war zum Zeitpunkt der Berichterstattung ungekündigt. Eine Kündigung des BGAVs ist auskunftsgemäß kurzfristig nicht beabsichtigt.

Der BGAV sieht in § 4 Abs. 1 eine fixe Brutto-Ausgleichszahlung – und somit vor Abzug von Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag – in Höhe von EUR 0,82 je Aktie mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital der MEDION AG in Höhe von EUR 1,00 für jedes volle Geschäftsjahr vor. Nach Abzug der aktuell und bei Abschluss des Vertrags geltenden Steuersatzes von 15 % Körperschaftsteuer zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag ergibt sich eine Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 0,69 je Aktie der MEDION AG. Die Ausgleichszahlung ist am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der MEDION AG für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr fällig. Auch für das Geschäftsjahr 2023/24 wurde laut Geschäftsbericht eine Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 0,69 je Stückaktie gezahlt.

Der Vertrag kann nach § 6 Abs. 3 mit einer Frist von sechs Monaten zum Ende eines Geschäftsjahres gekündigt werden. Der Vertrag sieht zum Zeitpunkt der Beendigung für die außenstehenden Aktionäre kein Veräußerungsrecht der Aktien der MEDION AG zu der in § 5 Abs. 1 des BGAVs festgelegten Abfindung in Höhe von EUR 13,00 vor. Somit würden sich nach einer etwaigen Beendigung des BGAVs finanzielle Überschüsse aus der Beteiligung an der MEDION AG auch für die außenstehenden Aktionäre ausschließlich aus der dann bestehenden Ertragskraft ergeben.

Es besteht laut § 7 des BGAVs eine Patronatserklärung der Lenovo (Singapore) Pte. Ltd., Singapur (nachfolgend „Lenovo Singapore“), die 100 % der Anteile an der Lenovo GmbH hält, in der sich die Lenovo Singapore uneingeschränkt und unwiderruflich verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, dass die Lenovo GmbH in der Weise geleitet und finanziell derart ausgestattet wird, dass die Lenovo GmbH stets in der Lage ist, alle ihre Verbindlichkeiten aus und im Zusammenhang mit dem Vertrag vollständig und fristgemäß zu erfüllen, und gegenüber der MEDION AG für die fristgemäße Erfüllung der Verpflichtungen der Lenovo GmbH aus oder im Zusammenhang mit dem Vertrag einzustehen.

Die Brutto-Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 0,82 je Aktie und die Abfindung in Höhe von EUR 13,00 je Aktie wurden vom OLG Düsseldorf[129] mit Beschluss vom 20. April 2023 rechtskräftig als angemessen bestätigt.

[129] OLG Düsseldorf v. 20.04.2023 - I-26 W 8/20.

Die Verpflichtung der Lenovo GmbH, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der MEDION AG dessen Aktien gegen eine Barabfindung von EUR 13,00 je Aktie zu erwerben, endete nach § 5 Abs. 2 des BGAVs 2 Monate nach Bekanntgabe der Entscheidung des OLG Düsseldorf im Bundesanzeiger am 12. Mai 2023 und somit am 12. Juli 2023.

b) Relevanz des Barwertes der Ausgleichszahlungen

Der BGH[130] hat mit Beschluss vom 15. September 2020 entschieden, dass die angemessene Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären nach dem Barwert der aufgrund eines BGAVs dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlung bestimmt werden kann, wenn dieser höher ist als der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts, der Unternehmensvertrag zum maßgeblichen Zeitpunkt bestand und von seinem Fortbestand auszugehen war.

BDO stellt auf Seite 83 des Bewertungsgutachtens hinsichtlich der Relevanz der Ableitung des Barwerts der Ausgleichszahlungen fest, dass die vom BGH definierten Voraussetzungen erfüllt sind und den kapitalisierten Ausgleichszahlungen eine grundsätzliche Relevanz bei der Bestimmung der angemessenen Barabfindung zukommt.

Die Kündigungsfrist beträgt 6 Monate zum Geschäftsjahresende, sodass der Vertrag abgesehen von einer Kündigung aus wichtigem Grund frühestens zum 31. März 2025 gekündigt werden könnte. Auskunftsgemäß ist indes kurzfristig keine Kündigung beabsichtigt, sodass der Vertrag zum Bewertungsstichtag bestehen wird und von einem grundsätzlichen Fortbestand auszugehen ist.

Unter Beachtung der BGH-Rechtsprechung ist es im vorliegenden Fall auch nach unserer Beurteilung angemessen, den Barwert der Ausgleichszahlungen als Wertuntergrenze für die Barabfindung zu betrachten.

c) Kapitalisierung der Ausgleichszahlungen

Der Barwert der Ausgleichszahlungen wird grundsätzlich durch Diskontierung der den Aktionären aufgrund des BGAVs künftig zufließenden Ausgleichszahlungen ermittelt. Der hierbei zur Anwendung kommende Zinssatz muss hinsichtlich verschiedener Dimensionen (u. a. Risiko, Laufzeit, Steuer) äquivalent zum Zahlungsstrom sein.

BDO hat den Barwert der jährlichen Ausgleichszahlung nach Abzug von Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag von EUR 0,69 je Aktie unter Annahme einer unendlichen Laufzeit des Unternehmensvertrags, der Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 26,375 %,

[130] BGH v. 15.09.2020 – II ZB 6/20.

einem Basiszinssatz vor bzw. nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,50 % bzw. 1,84 % sowie einem Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 1,72%-Punkten wie folgt auf den 12. November 2024 ermittelt (vgl. BDO, Bewertungsgutachten, S. 84):

Barwert der Ausgleichszahlungen	
	EUR je Aktie
Brutto-Ausgleichszahlung vor persönlichen Ertragsteuern	0,82
Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag	0,13
Netto-Ausgleichszahlung nach Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag	0,69
Persönliche Ertragteuern (26,375 %)	0,18
Ausgleichszahlung nach persönlichen Ertragsteuern	**0,51**
Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern	2,50%
Persönliche Ertragteuern (26,375 %)	0,66%
Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern	1,84%
Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern	1,72%
Diskontierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern	**3,56%**
Barwert der Ausgleichszahlungen zum 12. November 2024 (nachschüssig)	**14,28**

Demnach ermittelt BDO einen Barwert der Ausgleichszahlungen in Höhe von EUR 14,28 je Aktie. Wir haben die vorstehende Berechnung rechnerisch und inhaltlich überprüft.

Zu den wesentlichen Annahmen stellen wir Folgendes fest:

i. Brutto-Ausgleichszahlung und Laufzeit

Die **Brutto-Ausgleichszahlung** in Höhe von EUR 0,82 wurde vom OLG Düsseldorf[131] mit Beschluss vom 20. April 2023 rechtskräftig als angemessen bestätigt. Das grundsätzliche Abstellen auf diese Ausgleichszahlung ist somit nachvollziehbar und sachgerecht.

Hinsichtlich der Ermittlung des Barwerts der Ausgleichszahlungen ist eine Annahme zur **Laufzeit** des Unternehmensvertrags zu treffen. Nach Ansicht des BGH[132] hat die Einschätzung unter Abstraktion der konkreten Strukturmaßnahme zu erfolgen. Bei der Prognose sei nach dem BGH-Urteil zu berücksichtigen, ob der Unternehmensvertrag nur zeitlich befristet oder auf unbestimmte Zeit abgeschlossen ist, ob, wann und durch wen er kündbar ist und schließlich, ob und wann mit Blick auf die wirtschaftlichen Interessen der Beteiligten eine Kündigung zu erwarten gewesen wäre. Wenn die konkrete Unternehmensplanung keine Anhaltspunkte für eine Vertragsbeendigung bietet, kann die ewige Laufzeit des Unternehmensvertrags anzunehmen sein.

[131] OLG Düsseldorf v. 20.04.2023 - I-26 W 8/20.
[132] BGH v. 15.09.2020 – II ZB 6/20.

Im vorliegenden Fall wurde der Vertrag auf unbestimmte Zeit geschlossen. Ferner bietet die Unternehmensplanung keine Anhaltspunkte für eine kurzfristige Vertragsbeendigung. Aufgrund des großen Unterschieds zwischen dem nachhaltigen Gewinn je Aktie (vgl. Abschnitt C.II.5) und der Höhe der Ausgleichszahlung könnte bei Abstraktion der konkreten Strukturmaßnahme für die Lenovo GmbH nach unserer Einschätzung ein wirtschaftliches Interesse für eine Vertragsbeendigung bestehen.

Die grundsätzlich ewige Diskontierung der Ausgleichszahlung steht jedoch im Einklang mit der BGH-Rechtsprechung, die ausführt, dass die Risiken der Vertragsbeendigung im Rahmen des Risikozuschlags abgebildet werden können.

ii. Kapitalisierungszinssatz

Der **Kapitalisierungszinssatz** in Höhe von 3,56 % nach persönlichen Ertragsteuern wurde von BDO auf Grundlage des in Abschnitt C.II.6.b) dargestellten Basiszinssatzes vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,50 % bzw. nach persönlichen Ertragsteuern von 1,84 % sowie eines Risikozuschlags in Höhe von 1,72%-Punkten ermittelt.

BDO hat den Risikozuschlag grundsätzlich aus dem in Abschnitt C.II.6.e) dargestellten Kapitalisierungszinssatz abgeleitet, der bei der Bewertung der MEDION AG nach dem Ertragswertverfahren zur Anwendung kam. Der periodenindividuelle Zinssatz wurde von der BDO in einen einheitlichen Zinssatz umgerechnet und der sich daraus ergebende Risikozuschlag hälftig angesetzt.

Hierzu stellen wir Folgendes fest:

Aufgrund der Annahme einer unendlichen Laufzeit ist es äquivalent und sachgerecht, grundsätzlich auf den unendlichen, **einheitlichen Basiszinssatz** abzustellen.

Der BGH[133] stellt mit Beschluss vom 21. Februar 2023 zutreffend fest, dass für die außenstehenden Aktionäre im Wesentlichen mit dem Insolvenzrisiko der herrschenden Gesellschaft und dem Risiko der Auszehrung der beherrschten Gesellschaft durch nachteilige Maßnahmen des herrschenden Unternehmens bis zur Kündigung des BGAVs zwei Risiken relevant sind.

Diese Unsicherheit wurde von BDO durch den vorstehend dargestellten **Risikozuschlag** berücksichtigt (vgl. Bewertungsgutachten, S. 84). Das von BDO gewählte Vorgehen zur grundsätzlichen Ableitung des Risikozuschlags stellt bei vergleichbaren BGAVs das in der Bewertungspraxis übliche und von der Rechtsprechung anerkannte Vorgehen[134] dar, das nach den uns vorliegenden

[133] Vgl. hier und im Folgenden BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.
[134] Vgl. zum Beispiel OLG Düsseldorf v. 12.11.2015 – 26 W 9/14.

Informationen auch bei der Ableitung der Ausgleichszahlung bei Vertragsabschluss verwendet wurde.

Wir haben das Vorgehen mathematisch überprüft und stellen fest, dass BDO aus den periodenindividuellen Zinssätzen, die in Abschnitt C.II.6.e) dargestellt sind, vertretbar einen einheitlichen Zinssatz abgeleitet hat. Zur Angemessenheit der periodenindividuellen Zinssätze verweisen wir auf unsere Ausführungen im vorstehend genannten Abschnitt.

Wenngleich BDO das übliche Vorgehen zur Ableitung des Risikozuschlags bei Vorliegen eines BGAVs mit den beschriebenen Beendigungsbedingungen verwendet hat, handelt es sich um ein vereinfachtes Vorgehen. Aus diesem Grund haben wir zur Plausibilisierung und Prüfung des Risikozuschlags alternative Betrachtungen vorgenommen.

Der BGH[135] sieht es als betriebswirtschaftlich möglich an, den Zinssatz aus den Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft und einer beherrschungsspezifischen Risikoprämie abzuleiten.

Zunächst ist festzustellen, dass die Ausgleichszahlung auch ohne die Möglichkeit der Kündigung nicht risikolos wäre und dem Ausfallrisiko des Schuldners unterliegen würde.[136] Wenngleich der Schuldner die Lenovo GmbH ist, kann aufgrund der Patronatserklärung der Lenovo Singapore eine zur Lenovo Singapore vergleichbare Bonität angenommen werden. Die Lenovo Singapore hat nach unserer Kenntnis, wie auch die Lenovo GmbH, kein eigenes Rating durch eine der bekannten Ratinggesellschaften. Aus dem Risikobericht (RiskGauge Report) von S&P Capital IQ zum 6. September 2024 kann für Lenovo Singapore ein B-Rating entnommen werden. Für langlaufende EUR-Anleihen mit einem B-Rating sind aktuell Risikozuschläge gegenüber risikolosen Anleihen mit vergleichbaren Laufzeiten von rd. 3,3%-Punkten festzustellen. Dies entspricht unter Berücksichtigung eines persönlichen Ertragsteuersatzes von 26,375 % einem Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern von rd. 2,4%-Punkten.

Die Lenovo Singapore ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der börsennotierten Lenovo Group Limited (im Folgenden „Lenovo“). Lenovo hat sowohl von S&P Global Ratings (September 2023) als auch von Moody‘s Ratings (Juli 2024) und Fitch Ratings (Februar 2024) laut Bekanntmachungen ein BBB-Rating bzw. ein Baa2-Rating mit einem stabilen Ausblick erhalten. Für langlaufende EUR-Anleihen mit einem BBB-Rating sind aktuell Risikozuschläge vor bzw. nach persönlichen Ertragsteuern gegenüber risikolosen Anleihen mit einer vergleichbaren Laufzeit von rd. 1,3%- bis rd. 1,5%-Punkten bzw. rd. 1,0%- bis rd. 1,1%-Punkten festzustellen. Auf Grundlage von USD-Anleihen der Lenovo mit einer Restlaufzeit von rd. 8 Jahren ergeben sich vergleichbare Ausfallrisiken.

[135] Vgl. hier und im Folgenden BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.
[136] Siehe hierzu auch OLG Düsseldorf v. 25. Juni 2017 - 26 W 2/15 AktE.

Demnach ist festzustellen, dass sich ein Großteil des von BDO angesetzten Risikozuschlags durch das Ausfallrisiko des Schuldners der Ausgleichszahlungen erklären lässt.

Neben dem Ausfallrisiko des Schuldners der Ausgleichszahlungen bestehen indes für die Minderheitsaktionäre auch Risiken aus der Kündigungsmöglichkeit im Hinblick auf die Substanz bzw. Ertragskraft der beherrschten Gesellschaft zum Kündigungszeitpunkt. Der BGH hat diese Komponente als beherrschungsspezifische Risikoprämie bezeichnet. Hierzu ist festzustellen, dass bei der aktuellen Ertragskraft der Gesellschaft (vgl. Abschnitt C.II.5) im Falle einer Vertragsbeendigung durch die Lenovo GmbH eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit besteht, dass die den Minderheitsaktionären dann zustehende jährliche Dividende im Durchschnitt unterhalb der aktuell bestehenden jährlichen festen Ausgleichszahlung liegt. Eine schwache Ertragskraft ist im Kündigungsfall vor allem auch zu erwarten, da die Lenovo GmbH allein bei einer solchen ein wirtschaftliches Interesse hat, den bestehenden Unternehmensvertrag zu kündigen. Somit besteht u. E. unter Beachtung der aktuellen Ertragskraft der MEDION AG für die Minderheitsaktionäre ein hohes Ertrags- und Substanzrisiko hinsichtlich einer möglichen Vertragsbeendigung.

Unter anderem unter Berücksichtigung verschiedener Kündigungswahrscheinlichkeiten, der aktuellen Ertragskraft der MEDION AG sowie der Unsicherheit bzgl. dieser Ertragskraft, der Höhe der Ausgleichszahlung und der Bonität der Lenovo haben wir im Rahmen einer Szenarioanalyse die aus der Vertragsbeendigungsmöglichkeit resultierenden Risiken für die Minderheitsaktionäre analysiert. Auf Grundlage der Analysen halten wir einen zusätzlichen, wesentlichen Risikozuschlag bzw. eine beherrschungsspezifische Risikoprämie auf den vorstehend genannten Risikozuschlag aufgrund des Ausfallrisikos der Lenovo für sachgerecht.

Insgesamt ist auf Grundlage unserer Analysen zum Ausfallrisiko der Lenovo sowie des Kündigungsrisikos aus Sicht der Minderheitsaktionäre festzustellen, dass der von BDO angesetzte Risikozuschlag innerhalb einer angemessenen Bandbreite liegt.

iii. Weitere Methodik

BDO hat sowohl die Ausgleichszahlung als auch den Diskontierungszinssatz nach persönlichen **Ertragsteuern** ermittelt, sodass das Äquivalenzprinzip beachtet wurde. Die Ermittlung des Barwerts unter Berücksichtigung der Ertragsteuern steht im Einklang mit IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 28, wo auf die Relevanz der persönlichen Ertragsteuern hingewiesen wird.

Der Barwert wurde sachgerecht **nachschüssig** ermittelt, da die Ausgleichszahlung nach dem BGAV am Tag nach der ordentlichen Hauptversammlung der MEDION fällig ist und die Ausgleichszahlung für das Geschäftsjahr 2023/24 dementsprechend am 13. November 2024 an die außen-

stehenden Aktionäre ausgezahlt wird. Das Wirksamwerden des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre ist erst zeitlich später zu erwarten und hat daher keine Auswirkung auf die Auszahlung dieser Ausgleichszahlung.

iv. Abschließende Einschätzung zum Barwert der Ausgleichszahlungen

Unter Beachtung der BGH-Rechtsprechung ist es im vorliegenden Fall angemessen, den Barwert der Ausgleichszahlungen als Wertuntergrenze für die Barabfindung zu betrachten.

Im Ergebnis halten wir den von BDO abgeleiteten Barwert der Ausgleichszahlungen in Höhe von EUR 14,28 je Aktie zum 12. November 2024 auf Grundlage der Verhältnisse zum heutigen Tag für angemessen.

Wir weisen allerdings explizit darauf hin, dass der Barwert der Ausgleichszahlungen unter anderem sensitiv auf Veränderungen des Basiszinssatzes reagiert. Daher besteht die Notwendigkeit einer Aktualisierung des Zinssatzes im Rahmen der Aktualisierungsprüfung zur Hauptversammlung der MEDION AG am 12. November 2024.

12. Börsenkurs

a) Vorbemerkungen

Die Aktien der MEDION AG sind im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und wurden an weiteren Börsen in Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie beim elektronischen Handelssystem Tradegate im Freiverkehr gehandelt. Somit war die MEDION AG zum Zeitpunkt des Verlangens nach Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-outs börsennotiert.

Für den Dreimonatszeitraum vor dem 13. Juni 2024, d. h. vom 13. März 2024 bis zum 12. Juni 2024 einschließlich, ermittelte die BaFin einen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i. V. m. § 5 WpÜG-AngebotsVO in Höhe von **EUR 11,69**. Die BaFin berücksichtigt bei ihren Berechnungen nach unseren Kenntnissen allein den Handel auf dem regulierten Markt inländischer Börsen.

BDO hat einen volumengewichteten Durchschnittskurs für den Zeitraum 13. März 2024 bis zum 12. Juni 2024 in Höhe von **EUR 11,67** je Aktie ermittelt.

Ferner erachtet BDO den Börsenkurs im vorliegenden Bewertungsfall auf Basis von Analysen vor allem im Hinblick auf die Höhe der Geld-Brief-Spanne sowie den geringen Streubesitz nicht als allein maßgeblich (vgl. Bewertungsgutachten, S. 81).

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Nach einer Entscheidung des BVerfG[137] ist der Börsenkurs der Aktie eines Unternehmens dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gegenüberzustellen. Ein existierender Börsenkurs darf bei der Bemessung der Abfindung somit grundsätzlich nicht unberücksichtigt bleiben.

Unter Bezugnahme auf Art. 14 Abs. 1 GG hat laut BVerfG[138] ein im Rahmen einer Strukturmaßnahme abzufindender Minderheitsaktionär Anspruch auf eine volle Entschädigung für den Verlust seiner gesellschaftsrechtlichen Beteiligung an der Aktiengesellschaft. Die Entschädigung soll den wirklichen oder wahren Wert der Unternehmensbeteiligung widerspiegeln und darf jedenfalls nicht unterhalb dessen liegen, was der Minderheitsaktionär bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme erhalten hätte. Eine geringere Abfindung würde der Dispositionsfreiheit über den Eigentumsgegenstand nicht hinreichend Rechnung tragen.

Der Vermögensverlust, den der Minderheitsaktionär durch sein Ausscheiden aus dem Unternehmen erleidet, stellt sich für ihn als Verlust des Verkehrswerts der Aktie dar. Dieser ist nach Auffassung des BVerfG[139] regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch. Der dem Minderheitsaktionär durch die Abfindung auszugleichende Vermögensverlust darf damit als volle Entschädigung nicht unter dem Verkehrswert der Beteiligung liegen.

Die Entscheidung des BVerfG hat der BGH[140] dahingehend konkretisiert, dass eine Unterschreitung des Börsenkurses nur dann in Betracht kommt, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, was grundsätzlich nur dann in Frage kommt, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenpreis manipuliert worden ist. Eine Überschreitung ist hingegen verfassungsrechtlich unbedenklich.

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 ist der einer angemessenen Abfindung zugrundezulegende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.

[137] BVerfG v. 27.04.1999, 1 BvR 1613/94.
[138] BVerfG v. 27.04.1999, 1 BvR 1613/94.
[139] BVerfG v. 27.04.1999, 1 BvR 1613/94.
[140] BGH 12.03.2001 II ZB 15/00.

Der BGH hat nun mit Beschluss vom 21. Februar 2023 festgestellt, dass der Börsenkurs eines Unternehmens allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sein kann.[141] Nach Ansicht des BGH scheidet eine Methode nur dann aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren" Wert abzubilden. Nach Ansicht des BGH scheidet der Rückgriff auf den Börsenkurs konkret aus,

- wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, sodass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt und

- wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist, also über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktenge vorliegt. Als Indizien für das Vorliegen von Marktenge werden geringe Handelsvolumina, ein Handel an nur wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien genannt.

Ferner wird konkretisiert, dass es dem Börsenkurs an hinreichender Aussagekraft mangelt, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.

Der BGH[142] hat mit Beschluss vom 31. Januar 2024 konkretisiert, dass Voraussetzung der Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenwert dabei nicht ist, dass der Kapitalmarkt in Bezug auf die Anteile streng allokations- und informationseffizient ist, also ein Zustand perfekten Wettbewerbs herrscht und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind.

Das OLG Frankfurt am Main hat mit Beschluss vom 9. Februar 2024 dargelegt, dass der Börsenkurs eines Unternehmens auch bei einem Squeeze-out alleinig eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung der Abfindung sein kann.[143] Indes wurde explizit darauf hingewiesen, dass die Eignung im Rahmen eines Squeeze-outs aufgrund der hohen erforderlichen Anteilsquote des Hauptaktionärs und der damit häufig einhergehenden Marktenge grundsätzlich geringer sein kann als zum Beispiel beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Das OLG Frankfurt am Main weist wie der BGH darauf hin, dass im jeweiligen Einzelfall zu prüfen ist, ob die Voraussetzungen für die grundsätzlich als alleinige Schätzgrundlage in Betracht kommende Methode des Börsenkurses auch im jeweiligen Fall vorliegen. Für die dafür erforderliche effiziente Informationsverarbeitung der Märkte komme es maßgeblich auf die Liquidität der betreffenden Aktie an.

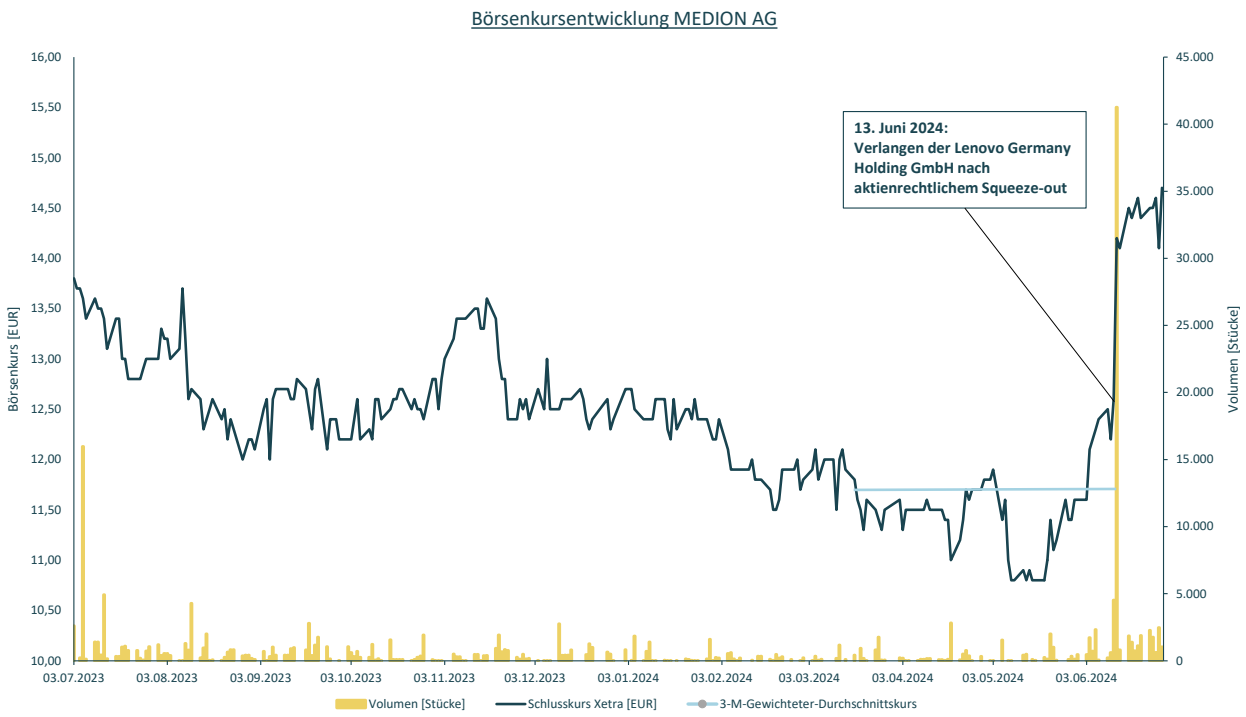
[141] Vgl. hierzu und zum Folgenden BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.
[142] BGH v. 31.01.2024, II ZB 5/22.
[143] Vgl. OLG Frankfurt am Main v. 9.02.2024 – 21 W 129/22.

In dem vom OLG Frankfurt am Main entschiedenen Fall wird es für erforderlich gehalten, im Fall von Restzweifeln an der Eignung als alleinige Schätzgrundlage im konkreten Fall den Ertragswert in die Betrachtung mit einzubeziehen.

Nachfolgend haben wir daher zunächst geprüft, ob aus unserer Sicht im konkreten Bewertungsfall die vom BGH bestätigten Kriterien zur Verwendung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage gegeben sind.

b) Kursentwicklung im Referenzzeitraum

Die nachfolgende Abbildung zeigt den Börsenkurs sowie das Handelsvolumen der Aktie der MEDION AG von Anfang Juli 2023 bis Ende Juni 2024:



Am 13. Juni 2024 wurde das Verlangen nach Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-outs auf der Internetseite der MEDION AG veröffentlicht. Der von BDO und BaFin betrachtete Zeitraum vom 13. März 2024 bis zum 12. Juni 2024 spiegelt somit den Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Maßnahme wider.

Nach Ansicht des OLG Frankfurt[144] muss die Umsetzung der Strukturmaßnahme zum Zeitpunkt der Bekanntgabe aus Sicht des Kapitalmarktes hinreichend wahrscheinlich sein. Hiervon kann – so das OLG Frankfurt – ausgegangen werden, sofern in der Mitteilung die unbedingte Ankündigung

[144] OLG Frankfurt v. 21.12.2010 – 5 W 15/10, Rz. 40.

enthalten ist, die Strukturmaßnahme durchführen zu wollen, und zusätzlich offengelegt wird, dass die Grundlagen geschaffen sind, diese Ankündigung in absehbarer Zeit umsetzen zu können.

In der Mitteilung vom 13. Juni 2024 wurde dargelegt, dass die Lenovo GmbH rund 98 % am maßgeblichen Grundkapital der MEDION AG hält und damit die Grundlagen für den aktienrechtlichen Squeeze-out vorliegen. An dem Tag der Mitteilung ist ein signifikanter Anstieg des Aktienkurses und des Handelsvolumens der MEDION AG festzustellen.

Somit ist nach unserer Beurteilung der Zeitraum 13. März 2024 bis 12. Juni 2024 der maßgebliche Referenzzeitraum.

In dem Referenzzeitraum lassen sich nach unseren Analysen keine wesentlichen unerklärlichen Kursausschläge und auch keine Kursmanipulationen feststellen.

c) Effektive Informationsbewertung nach Rechtsprechung

Nach Ansicht des BGH scheidet der Rückgriff auf den Börsenkurs nur aus, wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, sodass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt. Nach Auffassung des OLG Frankfurt am Main[145] kommt es im Hinblick auf die erforderliche effiziente Informationsverarbeitung der Märkte maßgeblich auf die Liquidität der betreffenden Aktie an.

Der Rückgriff auf den Börsenkurs soll – so der BGH – konkret ausscheiden, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist, also über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktenge vorliegt. Als Indizien für das Vorliegen von Marktenge werden geringe Handelsvolumina, ein Handel an nur wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien genannt.[146]

Daher wurde von uns nachfolgend der Börsenhandel im Referenzeitraum analysiert:

Im Referenzzeitraum 13. März 2024 bis 12. Juni 2024 mit 63 möglichen Handelstagen wurden die Aktien der MEDION AG unter Betrachtung aller deutschen Börsen (regulierter Markt und Freiverkehr) an 62 Tagen gehandelt. Somit ist festzustellen, dass mit Ausnahme von einem Tag an jedem Handelstag und damit regelmäßig Handel stattgefunden hat.

[145] OLG Frankfurt v. 21.12.2010 – 5 W 15/10, Rz. 40 und OLG Frankfurt v. 26.04.2021 - 21 W 139/19, Rz. 40 und 41.
[146] Vgl. hier und im Folgenden BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.

Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO liegt **Marktenge** vor, wenn an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. Der volumengewichtete Tageskurs lag zwischen EUR 10,80 und EUR 12,61 je Aktie. Eine Aktienkursabweichung von mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag stellte sich im betrachteten Zeitraum sowohl bezogen auf den volumengewichteten Durchschnittskurs als auch auf den Xetra-Schlusskurs an lediglich einem Tag ein.

Damit sind beide vorstehend genannten Kriterien der WpÜG-AngebotsVO für Marktenge nicht erfüllt.

Für die Aktie der MEDION AG haben wir unter Berücksichtigung des Freiverkehrshandels im maßgeblichen Referenzzeitraum ein Handelsvolumen von rd. TEUR 1.014 festgestellt. Bezogen auf die 63 möglichen Handelstage entspricht dies einem durchschnittlichen täglichen Handel von rd. TEUR 16. Ein solch geringes tägliches Handelsvolumen liegt erheblich unterhalb des durchschnittlichen Volumens von Unternehmen in den deutschen Indizes DAX, MADX, TecDax und SDAX. Insgesamt wurden in dem maßgeblichen Referenzzeitraum 86.658 Aktien gehandelt. Dies entspricht rd. 0,2 % der gesamten im Umlauf befindlichen Aktien und rd. 10 % des Streubesitzes, der zum 13. Juni 2024 bei rd. 1,9 % lag.

Die Aktien der MEDION AG weisen im maßgeblichen Referenzzeitraum eine relative Geld-Brief-Spanne sowohl im Mittel als auch im Median von rd. 2,7 % auf. Eine solche relative Geld-Brief-Spanne liegt erheblich oberhalb der durchschnittlichen Spanne von Unternehmen in den deutschen Indizes DAX, MADX, TecDax und SDAX. Bei einer solchen relativen Geld-Brief-Spanne kann die Liquidität der Aktie zumindest als eingeschränkt beurteilt werden.[147]

Unter Beachtung des geringen täglichen Handelsvolumens sowie der vergleichsweise hohen relativen Geld-Brief-Spanne ist in Verbindung mit dem geringen Streubesitz im maßgeblichen Referenzzeitraum die effiziente Verarbeitung vorliegender Informationen nach unseren Analysen zumindest fraglich.

Sowohl im Referenzzeitraum als auch zuvor erfüllte die MEDION AG nach unseren Informationen die Publizitätspflichten des General Standard. Die Aktie wurde im Referenzzeitraum nicht von Analysten gecovered.

Insgesamt erscheint unter Beachtung der Rechtsprechung des BGH die alleinige Bemessung der Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der MEDION AG anhand des Börsenkurses fraglich.

[147] Vgl. zum Beispiel OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26.01.2017 – 21 W 75/15; LG München, Beschluss vom 30.06.2017 – 5 HK 13182/15.

d) Effektive Informationsbewertung aus ökonomischer Sichtweise

Nach unserer ökonomischen Beurteilung hängt eine effektive Informationsbewertung der Marktteilnehmer indes nicht ausschließlich von der Effizienz der Informationsverarbeitung und somit z. B. der Liquidität einer Aktie ab, sondern auch von der Verfügbarkeit der wertrelevanten Informationen aller Marktteilnehmer. Wenngleich hier sicherlich die Erfüllung der Publikationspflichten ein notwendiges Kriterium darstellt, ist dies aus unserer Sicht indes kein hinreichendes Kriterium für das Vorliegen sämtlicher wertrelevanten Informationen in der für eine rationale Entscheidung erforderlichen Detailtiefe. Ergänzend dazu kann der Börsenkurs – selbst bei perfekter Informationslage – keine Sachverhalte berücksichtigen, die erst nach dem Ende des Referenzzeitraums, jedoch vor dem Bewertungsstichtag bekannt geworden sind. Soweit diese Sachverhalte wertrelevant sind, ist aus ökonomischer Sicht das alleinige Abstellen auf den Börsenkurs aus unserer Sicht abzulehnen.

Im vorliegenden Bewertungsfall sind zwischen dem Ende des Referenzzeitraums und dem Ende unserer Prüfung nach unserer Einschätzung keine wesentlichen wertrelevanten Sachverhalte bekannt geworden.

Allerdings besteht durch den bestehenden BGAV die Besonderheit, dass die außenstehenden Aktionäre losgelöst von der operativen Entwicklung der MEDION AG eine Ausgleichszahlung erhalten, die mit Beschluss vom 20. April 2023 durch das OLG Düsseldorf[148] rechtskräftig als angemessen bestätigt wurde.

Somit besteht für die außenstehenden Aktionäre der MEDION AG – soweit der Vertrag nicht beendet wird – eine hohe Sicherheit über die jährlichen Zahlungen, die ihnen aufgrund des Besitzes der MEDION AG-Aktien zufließen. Der Wert dieser Zahlungen hängt insbesondere von dem Zinsniveau sowie aufgrund einer Patronatserklärung von der Bonität der Lenovo ab (vgl. C.II.11.c)i). Die außenstehenden Aktionäre können daher im Hinblick auf den Wert der Ausgleichszahlungen als grundsätzlich sehr gut informiert angesehen werden. Unsicherheiten bestehen für die Aktionäre hingegen über die Dauer des BGAVs sowie den Wert der Gesellschaft zu einem etwaigen Vertragsende (vgl. hierzu ausführlich C.II.11.c)ii).

Der Börsenkurs spiegelt somit implizit die Erwartungen der Marktteilnehmer zur Bonität des Schuldners sowie zur Dauer des BGAVs wider. Hinsichtlich des zweiten Aspektes besteht zwischen der Lenovo und den Aktionären eine Informationsasymmetrie.

[148] OLG Düsseldorf v. 20. April 2023 - I-26 W 8/20.

Somit bestehen auch aus ökonomischer Sicht zumindest Bedenken an der Eignung des Börsenkurses im vorliegenden Bewertungsfall als alleinige Grundlage für die Bemessung der Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der MEDION AG. Dennoch wird nachfolgend die Höhe des Börsenkurses im relevanten Referenzzeitraum im Einzelnen betrachtet.

e) Dreimonatsdurchschnittskurs

Für den Dreimonatszeitraum vor dem 13. Juni 2024 – d. h. vom 13. März 2024 bis zum 12. Juni 2024 einschließlich – ermittelte die BaFin einen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i. V. m. § 5 WpÜG-AngebotsVO in Höhe von **EUR 11,69**. Die BaFin berücksichtigt bei ihren Berechnungen nach unseren Kenntnissen allein den Handel auf dem regulierten Markt.

Bei einer ausschließlichen Betrachtung der Frankfurter Wertpapierbörse kommen wir bei eigenen Berechnungen für den vorstehenden Dreimonatszeitraum auf einen volumengewichteten Börsenkurs in Höhe von ebenfalls **EUR 11,69** je Aktie.[149]

Berücksichtigen wir bei unseren Berechnungen neben dem Handel auf den Börsen der Frankfurter Wertpapierbörse auch den Handel im Freiverkehr anderer inländischer Börsen ermitteln wir für den vorstehenden Dreimonatszeitraum einen volumengewichteten Börsenkurs in Höhe von **EUR 11,70** je Aktie.[150]

Im Hinblick auf die Höhe des Dreimonatsdurchschnittskurses im Referenzzeitraum 13. März 2024 bis 12. Juni 2024 ist somit zwischen der reinen Betrachtung von Kursen im regulierten Markt (BaFin) und der zusätzlichen Betrachtung von Freiverkehrskursen zu differenzieren. Die Berücksichtigung von Freiverkehrskursen bei der Ableitung des Börsenkurses wurde in der Vergangenheit in der Rechtsprechung teilweise kontrovers betrachtet.[151] Auf Grund der geringen Abweichung ist der Unterschied als unwesentlich zu erachten.

Das OLG Frankfurt am Main sieht in der Verwendung des BaFin-Kurses eine höhere Rechtssicherheit.[152]

---

[149] Bei unseren Berechnungen haben wir auf Handelsdaten abgestellt, die öffentlich unter „www.ariva.de“ einsehbar sind. Betreiber der Internetseite ist die ARIVA.DE AG, Kiel.

[150] Bei unseren Berechnungen haben wir auf Handelsdaten der ARIVA.DE abgestellt. Hierbei haben wir Unplausibilitäten für die Börse Stuttgart festgestellt, sodass wir für diese Börse die Daten unmittelbar von der Börse Stuttgart bezogen haben.

[151] Vgl. zum Beispiel OLG Düsseldorf v. 13.03.2008 – 26 W 8/07; OLG Düsseldorf v. 11.05.2015 – I-26 W 2/13; OLG München v. 12.05.2020 – 31 Wx 361/18; OLG Karlsruhe v. 12.09.2017 – 12 W 27/18; OLG Stuttgart v. 26.06.2019 – 12 W 1/17; OLG Hamburg v. 07.09.2020 – 13 W 122/20.

[152] Vgl. OLG Frankfurt am Main v. 9.02.2024 – 21 W 129/22.

Der BGH[153] hält ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme dann für nicht geboten, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Dann ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen.

Der BGH sah einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten als längeren Zeitraum an. Ausgehend von den Auffassungen in Literatur und Rechtsprechung wird zumindest ein Zeitraum von bis zu 6 Monaten als unkritisch angesehen, sodass es keiner Hochrechnung des Börsenkurses bedarf.[154]

Bei der MEDION AG liegt zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme am 13. Juni 2024 und dem Tag der geplanten Hauptversammlung am 12. November 2024 als maßgeblichem Bewertungsstichtag ein Zeitraum von rd. 5 Monaten. Zudem sind keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass es zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und der Hauptversammlung zu Verzögerungen gekommen ist, die eine Hochrechnung als geboten erscheinen lassen könnten.

Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist daher im vorliegenden Fall nicht geboten.

Im Ergebnis bestätigt unsere Prüfung damit die von BDO getroffene Feststellung zur Höhe des relevanten Dreimonatsdurchschnittskurses der MEDION AG in Höhe von **EUR 11,69**.

f) Fazit zum Börsenkurs

Im Ergebnis halten wir die Verwendung des Börsenkurses als alleinigen Maßstab für die Barabfindung sowohl nach der Rechtsprechung als auch aus ökonomischer Sicht im vorliegenden Fall für bedenklich. Wir halten daher das Vorgehen der BDO, den Börsenkurs nicht als alleinigen Maßstab heranzuziehen und diesen lediglich als Wertuntergrenze zu betrachten, für ein sachgerechtes Vorgehen.

III. Besondere Schwierigkeiten der Bewertung

Gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e Abs. 1 AktG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Bewertung aufgetreten sind.

Im Rahmen unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung lagen keine besondere Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG vor.

[153] BGH v. 19.07.2010, Az. II ZB 18/09.
[154] So z. B. Koch in Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 305 Rn. 44 (m.w.N.); OLG Stuttgart v. 01.04.2014, 20 W 4/13; LG Stuttgart v. 07.10.2019, 31 O 36/16 KfH SpruchG, Rn. 459.

D. Festgelegte Barabfindung

Die Lenovo GmbH hat am 12. September 2024 eine Barabfindung in Höhe von **EUR 14,28** je Aktie der MEDION AG für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Lenovo GmbH auf Grundlage des von BDO ermittelten Barwerts der Ausgleichszahlungen festgelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Der durch BDO anhand des Ertragswertverfahrens abgeleitete Unternehmenswert der MEDION AG inkl. Sonderwerte bzw. Werte des nicht betriebsnotwendigen Vermögens auf den 12. November 2024 beträgt TEUR 434.519. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert in Höhe von **EUR 9,72** je Aktie der MEDION AG (vgl. Abschnitt C.II.9).

Der volumengewichtete, durchschnittliche Börsenkurs für den maßgeblichen Referenzzeitraum vom 13. März 2024 bis zum 12. Juni 2024 beträgt laut BaFin **EUR 11,69** je Aktie der MEDION AG (vgl. Abschnitt C.II.12).

BDO hat als weiteren Bewertungsmaßstab den Barwert der Ausgleichszahlungen in Höhe von **EUR 14,28** je Aktie der MEDION AG ermittelt (vgl. Abschnitt C.II.11). Dieser Wert liegt sowohl oberhalb des anhand des Ertragswertverfahrens ermittelten Wertes je Aktie als auch oberhalb des Börsenkurses.

Im Ergebnis unserer Beurteilung kommen wir zu der Feststellung, dass die von der Lenovo GmbH festgelegte Barabfindung in Höhe von **EUR 14,28** je Aktie der MEDION AG aus heutiger Sicht angemessen ist. Wir weisen allerdings explizit darauf hin, dass unter anderem aufgrund der Abhängigkeit von der Zinsentwicklung sowie der Möglichkeit des Eintretens zwischenzeitlicher wertrelevanter Ereignisse die Barabfindung zur Hauptversammlung der MEDION AG am 12. November 2024 im Hinblick auf neue Erkenntnisse überprüft werden sollte.

FALK

E. Prüfungsergebnis und abschließende Erklärung

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der Lenovo Germany Holding GmbH, Essen, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der MEDION AG, Essen, geprüft.

Wir geben gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

> Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der MEDION AG, Essen, in Höhe von **EUR 14,28** je Aktie angemessen.

Heidelberg, den 19. September 2024

FALK GmbH & CO KG WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT-STEUERBERATUNGSGESELLSCHAFT WIRTSCHAFTS-PRÜFUNGS-GESELLSCHAFT SIEGEL HEIDELBERG

FALK GmbH & Co KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

(Andreas Dörschell)
Wirtschaftsprüfer

(Bastian Wenk)
Wirtschaftsprüfer

Unserem Auftrag lagen die "Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften" vom 1. Januar 2024 (Anlage 3) zugrunde. Durch Kenntnisnahme und Nutzung bestätigt jeder Empfänger, die dort getroffenen Regelungen (einschließlich der Haftungsregelung unter der Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen) zur Kenntnis genommen zu haben, und erkennt deren Geltung im Verhältnis zu uns an.

Rechtlich verbindlich ist ausschließlich der gebundene und mit Unterschriften im Original versehene Bericht.
Insbesondere sind PDF-Versionen des Berichts rechtlich nicht verbindlich.

Anlage 1

PDF VERSION

18 O 28/24 [AktE]

Landgericht Dortmund

Beschluss

In dem Verfahren

zur Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 , 327 c Abs. 2 AktG

betreffend die

MEDION AG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Essen unter HRB 13274, vertreten durch den Vorstand,

wird auf Antrag der Hauptaktionärin,

Lenovo Germany Holding GmbH, Am Zehnthof 77, 45307 Essen, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Essen unter HRB 23680, vertreten durch die Geschäftsführer,

vom 4. Juli 2024

die

Falk GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft,
Im Breitspiel 21, 69126 Heidelberg (Ansprechpartner: WP/StB Andreas Dörschell)

zum gerichtlich bestimmten sachverständigen Prüfer bestellt.

Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfüllt nach der Erklärung vom 03. Juli 2024 die Bedingungen des § 327 c Abs. 2 AktG und ist insbesondere nicht nach §§ 319, 319a, 319b AktG von der Prüfertätigkeit ausgeschlossen.

Klarstellend wird darauf hingewiesen, dass durch die Bestellung zum sachverständigen Prüfer keine Ansprüche gegenüber der Staatskasse begründet werden

Dortmund, 18.07.2024
18. Zivilkammer - IV. Kammer für Handelssachen

Der Vorsitzende

Pachur
Vorsitzender Richter am
Landgericht

Anlage 2

Peer Group - Verschuldungsgrade						
Nr.	Unternehmen	Sitzland	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre
1	Acer Incorporated	Taiwan	-0,30	-0,32	-0,31	-0,31
2	ASUSTeK Computer Inc.	Taiwan	-0,14	-0,16	-0,18	-0,21
3	Ceconomy AG	Deutschland	1,82	1,56	1,15	0,84
4	Currys plc	Vereinigtes Königreich	2,13	1,80	1,63	1,54
5	Groupe LDLC société anonyme	Frankreich	-0,04	-0,08	-0,06	-0,02
6	JB Hi-Fi Limited	Australien	0,08	0,08	0,08	0,08
7	1&1 AG	Deutschland	0,05	0,04	0,03	0,02
8	freenet AG	Deutschland	0,29	0,30	0,38	0,47
9	mobilezone holding ag	Schweiz	0,09	0,11	0,14	0,16
	Arithmetisches Mittel		**0,44**	**0,37**	**0,32**	**0,29**
	Minimum		-0,30	-0,32	-0,31	-0,31
	Maximum		2,13	1,80	1,63	1,54
	Median		**0,08**	**0,08**	**0,08**	**0,08**

Peer Group - Verschuldeter Betafaktor												
			2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
Nr.	Unternehmen	Sitzland	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
1	Acer Incorporated	Taiwan	0,61	0,64	0,72	0,58	0,66	0,38	0,71	0,46	0,70	0,72
2	ASUSTeK Computer Inc.	Taiwan	0,77	0,95	0,75	0,70	0,62	0,53	0,64	0,51	0,47	0,74
3	Ceconomy AG	Deutschland	1,94	1,79	1,60	1,28	1,57	1,24	1,76	1,89	2,06	1,98
4	Currys plc	Vereinigtes Königreich	2,06	1,98	1,63	1,57	1,50	1,48	1,61	1,61	1,91	1,87
5	Groupe LDLC société anonyme	Frankreich	0,89	0,34	0,87	0,32	0,63	0,27	0,70	0,77	0,80	1,19
6	JB Hi-Fi Limited	Australien	1,10	1,09	1,22	1,14	1,10	1,12	1,11	1,15	1,22	1,69
7	1&1 AG	Deutschland	0,63	0,62	0,56	0,44	0,68	0,53	0,78	0,70	0,51	0,53
8	freenet AG	Deutschland	0,64	0,53	0,70	0,48	0,73	0,61	0,71	0,70	0,61	0,67
9	mobilezone holding ag	Schweiz	0,97	0,64	0,88	0,55	0,89	0,72	1,03	0,98	0,91	0,96
	Arithmetisches Mittel		**1,07**	**0,95**	**0,99**	**0,78**	**0,93**	**0,76**	**1,00**	**0,97**	**1,02**	**1,15**
	Minimum		0,61	0,34	0,56	0,32	0,62	0,27	0,64	0,46	0,47	0,53
	Maximum		2,06	1,98	1,63	1,57	1,57	1,48	1,76	1,89	2,06	1,98
	Median		**0,89**	**0,64**	**0,87**	**0,58**	**0,73**	**0,61**	**0,78**	**0,77**	**0,80**	**0,96**

Anlage 3

Allgemeine Auftragsbedingungen

für
Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, 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 in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

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

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 Vereinbarung in Textform.

(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 Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form 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 in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform 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 in Textform erteilten 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) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche 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 der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten.
© IDW Verlag GmbH · Tersteegenstraße 14 · 40474 Düsseldorf. 50341/1

Lizenziert für/Licensed to: FALK GmbH & Co KG WPG StBG | 4311060 | 194

(3) 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.

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall 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.

(5) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten 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.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 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 in gesetzlicher Schriftform erteilter 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 wesentliche 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 Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen 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 Vereinbarungen in Textform 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 und Einheitsbewertung 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 und 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 Streitbeilegungsverfahren 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.

Lizenziert für/Licensed to: FALK GmbH & Co KG WPG StBG | 4311060 | 194