

Bericht über die Prüfung  
des Beherrschungs- und  
Gewinnabführungsvertrags  
zwischen der

**boerse-stuttgart Holding GmbH,  
Stuttgart,**

und der

**EUWAX Aktiengesellschaft,  
Stuttgart,**

gemäß § 293b Abs. 1 AktG

PKF FASSELT & PARTNER  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Schifferstraße 210 | 47059 Duisburg  
Tel. +49 (0) 203 300 01-0 | Fax +49 (0) 203 300 01-50  
www.pkf-fasselt.de



Wirtschaftsprüfung &  
Beratung

Bericht über die Prüfung  
des Beherrschungs- und  
Gewinnabführungsvertrags  
zwischen der

**boerse-stuttgart Holding GmbH,  
Stuttgart,**

und der

**EUWAX Aktiengesellschaft,  
Stuttgart,**

gemäß § 293b Abs. 1 AktG

## Inhaltsverzeichnis

	Seite
<b>A. Auftrag und Auftragsdurchführung</b>	<b>1</b>
<b>B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung nach § 293b AktG</b>	<b>5</b>
<b>I. Prüfungsgegenstand</b>	<b>5</b>
<b>II. Art und Umfang der Prüfung</b>	<b>6</b>
<b>C. Prüfungsfeststellungen</b>	<b>9</b>
<b>I. Inhalt des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags</b>	<b>9</b>
1. Beteiligte Gesellschaften	9
2. Gewinnabführung	10
3. Verlustübernahme	10
4. Ausgleich	10
5. Abfindung	11
6. Wirksamwerden und Dauer	11
7. Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2007	12
8. Ergebnis	12
<b>II. Ermittlung von Abfindung und Ausgleichszahlung</b>	<b>12</b>
1. Angewandte Methoden	12
a) Ermittlung der Barabfindung	12
b) Ermittlung des Ausgleichs	16
2. Prüfung der Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren	17
a) Bewertungsobjekt	18
b) Bewertungsstichtag	21
c) Ableitung der Konzernergebnisse	21
ca) Analyse der Vergangenheit	21
cb) Unternehmensplanung	23

cc)	Analyse der Planungsrechnung	24
d)	Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	32
da)	Basiszinssatz	33
db)	Risikozuschlag	33
dc)	Wachstumsabschlag	36
dd)	Ergebnis	37
e)	Ableitung des Ertragswerts	37
f)	Gesondert bewertetes Vermögen	38
g)	Unternehmenswert der EUWAX Aktiengesellschaft	38
3.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	39
4.	Berücksichtigung des Börsenkurses	39
III.	Angemessenheit der Barabfindung nach § 305 AktG	41
IV.	Angemessenheit des Ausgleichs nach § 304 AktG	42
D.	Prüfungsergebnis	46
E.	Erklärung zur Angemessenheit der Barabfindung und des Ausgleichs	47
	-	47

<b>Anlagen</b>	<b>Nr.</b>	<b>Seiten</b>
Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 2. April 2007 zur Bestellung der PKF Fasselt & Partner Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Duisburg, zum gemeinsamen Vertragsprüfer des beabsichtigten Unternehmensvertrags zwischen der boerse-Stuttgart Holding GmbH, Stuttgart, und der EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart, gemäß § 293c AktG	1	1 - 2
Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002 (AAB)	2	1 - 2

**Abkürzungsverzeichnis**

AAB	Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
Börsenvereinigung	Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e.V., Stuttgart
boerse-stuttgart	boerse-stuttgart Holding GmbH, Stuttgart
BW-Börse	Baden-Württembergischen Wertpapierbörse, Anstalt öffentlichen Rechts
bzw.	beziehungsweise
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DB	Der Betrieb
EUR	Euro
EUWAX	EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart
gem.	gemäß
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	IDW Standard S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.V.m.	in Verbindung mit

KPMG	KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
Mio.	Million(en)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
QLP	Quality Liquidity Provider
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model
TEUR	tausend Euro
TStck.	tausend Stück
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27. Dezember 2001
Ziff.	Ziffer

## **A. Auftrag und Auftragsdurchführung**

Die

**boerse-stuttgart Holding GmbH, Stuttgart,**  
- nachstehend als „boerse-stuttgart“ bezeichnet -

und die

**EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart,**  
- nachstehend als „EUWAX“ oder „Gesellschaft“ bezeichnet -

haben am 16. Mai 2007 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (im Folgenden auch als „Vertrag“ bezeichnet) entsprechend § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG abgeschlossen.

Die Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e.V., Stuttgart, (nachfolgend „Börsenvereinigung“ genannt) hält 75 % plus eine Aktie an der EUWAX. Die Anteile an der boerse-stuttgart werden vollständig von der Börsenvereinigung gehalten. Die Börsenvereinigung beabsichtigt, ihre Aktien an der EUWAX nach Ausschüttung der Dividende für das Geschäftsjahr 2006 und vor Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in die boerse-stuttgart einzubringen.

Gemäß § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG wird ein Unternehmensvertrag nur mit Zustimmung der Hauptversammlung wirksam. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag soll daher der ordentlichen Hauptversammlung der EUWAX, die voraussichtlich am 29. Juni 2007 stattfinden wird, zur Zustimmung vorgelegt werden.

Der Vertrag bedarf darüber hinaus der Zustimmung des Aufsichtsrats der EUWAX sowie der Gesellschafterversammlung der boerse-stuttgart. Gemäß § 294 Abs. 2 AktG und § 8 Abs. 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wird der Vertrag erst mit seiner Eintragung in das Handelsregister wirksam. Darüber hinaus sind in § 8 des Vertrags weitere Wirksamkeitsvoraussetzungen geregelt (vgl. unsere Ausführungen in Abschnitt C.I.6 auf Seite 11)

Die Geschäftsführung der boerse-stuttgart und der Vorstand der EUWAX haben unter dem Datum vom 16. Mai 2007 nach § 293a Abs. 1 Satz 1 letzter Halbsatz AktG gemeinsam einen ausführlichen schriftlichen Bericht erstattet, in dem der Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, der Vertrag im Einzelnen und insbesondere Art und Höhe des Ausgleichs nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden.

§ 293b Abs. 1 AktG sieht vor, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag durch einen sachverständigen Prüfer (Vertragsprüfer) zu prüfen ist. Mit Beschluss vom 2. April 2007 hat das Landgericht Stuttgart aufgrund gemeinsamen Antrags der boerse-stuttgart und der EUWAX nach §§ 293b, 293c Abs. 1, 293d AktG die PKF Fasselt & Partner Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Duisburg, als gemeinsamen Vertragsprüfer ausgewählt und bestellt.

Mit der Ermittlung der Höhe des Ausgleichs nach § 304 AktG und der Abfindung gemäß § 305 AktG haben die Börsenvereinigung, die boerse-stuttgart und die EUWAX die KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (nachfolgend KPMG), beauftragt. Die unter dem 11. Mai 2007 erstattete gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswertes der EUWAX zum 29. Juni 2007 ist dem gemeinsamen Bericht der Geschäftsführung der boerse-stuttgart und des Vorstands der EUWAX über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gemäß § 293a AktG als Anlage 1 beigelegt.

Unsere Prüfung haben wir im Zeitraum 5. April bis 16. Mai 2007 in den Räumen der EUWAX in Stuttgart sowie in unserem Büro in Duisburg durchgeführt. Prüfungsgegenstand ist nach §§ 293b i.V.m. 293e Abs. 1 AktG der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sowie die Angemessenheit des Ausgleichs und der Abfindung, die die boerse-stuttgart ausweislich des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags den außenstehenden Aktionären gewährt, gewesen.

Für unsere Prüfung haben uns im Wesentlichen folgende Unterlagen vorgelegen:

- Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der boerse-stuttgart und der EUWAX vom 16. Mai 2007 sowie vorhergehende Entwürfe;

- Gemeinsamer Bericht der Geschäftsführung der boerse-stuttgart und des Vorstands der EUWAX zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der boerse-stuttgart und der EUWAX gemäß § 293a AktG vom 16. Mai 2007 sowie vorhergehende Entwürfe;
- Gutachtliche Stellungnahme der KPMG, Frankfurt am Main, zur Ermittlung des Unternehmenswertes der EUWAX zum 29. Juni 2007 vom 11. Mai 2007 sowie vorangegangene Entwürfe;
- Berichte über die Prüfung der Jahresabschlüsse der EUWAX für die Geschäftsjahre 2004 bis 2006 sowie über die Prüfung des Konzernabschlusses der EUWAX für die Geschäftsjahre 2005 bis 2006;
- Abhängigkeitsberichte der EUWAX für die Geschäftsjahre 2004 bis 2006;
- Monatsberichterstattung der EUWAX per 28. Februar 2007;
- Planungsrechnungen für die EUWAX und ihre wesentlichen Tochtergesellschaften sowie die konsolidierte Planungsrechnung für den EUWAX-Konzern für die Jahre 2007 bis 2009 vom November 2006;
- Handelsregisterauszüge für die boerse-stuttgart und für die EUWAX (aktueller Stand zum Prüfungszeitpunkt);
- Satzung der EUWAX;
- Unterlagen der KPMG zur Bewertung der EUWAX;
- Unterlagen zum neuen Marktmodell der BW-Börse.

Darüber hinaus haben wir für unsere Prüfung auf die uns in Besprechungen gegebenen mündlichen Auskünfte der KPMG, des Vorstandes der EUWAX und des Hauptaktionärs sowie auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

Bei der Auftragsausführung haben wir in sinngemäßer Anwendung die IDW-Stellungnahme HFA 6/1988 „Zur Verschmelzungsprüfung nach § 340b Abs. 4 AktG“ berücksichtigt und den Standard S 1 des IDW „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1) vom 18. Oktober 2005 beachtet.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise sind uns von dem Vorstand der EUWAX und den von ihm benannten Personen bereitwillig erteilt worden. Die Vollständigkeit und Richtigkeit der erteilten Auskünfte und der vorgelegten Unterlagen haben wir uns vom Vorstand der EUWAX und der Geschäftsführung der boerse-stuttgart in einer berufsüblichen Vollständigkeitserklärung schriftlich bestätigen lassen.

Unsere Prüfungsergebnisse beruhen auf der Prüfung von Unterlagen der EUWAX und ihrer Tochtergesellschaften, auf Auskünften des Vorstands der EUWAX und der Börsenvereinigung und der Geschäftsführung der boerse-stuttgart sowie auf der gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswertes der EUWAX, der boerse-stuttgart und der Börsenvereinigung und ergänzenden Informationen seitens des Bewertungsgutachters KPMG.

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

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 16. Mai 2007 und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der Hauptversammlung der EUWAX am 29. Juni 2007 über die Zustimmung zu dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag noch wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen im Zeitpunkt der Erstattung des Bewertungsgutachtens durch die KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ergeben, sind diese bei der Bemessung der jährlichen Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der Abfindung gemäß § 305 AktG noch zu berücksichtigen.

Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß § 293e AktG den folgenden Bericht.

Den im Bericht angegebenen Zahlen liegen exakte Werte zugrunde. Daher können Additionen oder Subtraktionen in Tabellenberechnungen zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- oder Gesamtsummen führen.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als **Anlage 2** beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002 maßgebend. Unsere Haftung bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen. Im Verhältnis zu Dritten sind die Nr. 1 Abs. 2 und Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen maßgebend. Bei einer Verwendung unseres Berichts für andere als dem Auftrag zugrunde lie-

gende Zwecke ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen Anwendung finden.

## **B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung nach § 293b AktG**

### **I. Prüfungsgegenstand**

Das Grundkapital der EUWAX beträgt EUR 5.150.000,00 und ist in 5.150.000 Stückaktien eingeteilt, die auf den Inhaber lauten. Die Börsenvereinigung hält unmittelbar 3.862.501 Aktien, was einem Anteil von 75,0 % plus einer Aktie am Grundkapital der EUWAX entspricht. Das Aufsichtsratsmitglied der EUWAX Hans-Peter Bruker hält 377.551 Aktien. Die verbleibenden 909.948 Stückaktien befinden sich im Streubesitz. Nach Ausschüttung der Dividende für 2006 und noch vor dem Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags beabsichtigt die Börsenvereinigung, ihre Aktien im Wege der Sachkapitalerhöhung in die boerse-stuttgart einzubringen.

Die boerse-stuttgart hat am 16. Mai 2007 mit der EUWAX einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abgeschlossen, der vorsieht, dass die EUWAX sich verpflichtet, ihren ganzen Gewinn an die boerse-stuttgart abzuführen. Als Ausgleich hierfür erhalten die außenstehenden Aktionäre der EUWAX von der boerse-stuttgart gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG eine wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung). Außerdem können die Aktionäre der EUWAX von der boerse-stuttgart verlangen, die von ihnen an der EUWAX gehaltenen Aktien gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 305 Abs. 1 i.V.m. Abs. 2 Nr. 3 AktG zu erwerben.

Gemäß § 293a Abs. 1 Satz 1 AktG haben die Geschäftsführung der boerse-stuttgart und der Vorstand der EUWAX der Hauptversammlung der EUWAX einen ausführlichen schriftlichen Bericht über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu erstatten, in dem der Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, der Vertrag im Einzelnen und insbesondere Art und Höhe der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG sowie der Abfindung nach § 305 AktG rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden.

Soweit der Bericht die festgelegte Barabfindung und den Ausgleich nebst deren Ermittlung erläutert und begründet, können die dortigen Ausführungen im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit als weitere Informationsquelle herangezogen werden.

Auf besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der EUWAX und auf die Folgen für die Beteiligungen der Aktionäre ist im Bericht hinzuweisen.

Gegenstand unserer Prüfung ist nach § 293b Abs. 1 i.V.m. § 293e Abs. 1 AktG der Unternehmensvertrag selbst sowie die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 305 AktG und die Angemessenheit der Ausgleichszahlung gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG.

## **II. Art und Umfang der Prüfung**

Auf Grundlage der vorstehenden Ausführungen haben wir geprüft, ob der Vertrag einem Unternehmensvertrag im Sinne des § 291 Abs. 1 AktG entspricht und ob die vorgesehene Barabfindung und die Ausgleichszahlung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Unternehmensvertrag als angemessen anzusehen sind. Die Prüfung der Vollständigkeit und Richtigkeit des gemeinsamen Berichts der Geschäftsführung der boerse-stuttgart und des Vorstands der EUWAX über den Unternehmensvertrag ist nicht Gegenstand der Vertragsprüfung.

Der Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer (HFA) hat für die bis 31. Dezember 1994 geltenden Regeln des § 340b Abs. 4 AktG in einer Stellungnahme (HFA 6/1988) für die Verschmelzungsprüfung wesentliche Grundsätze zur Abgrenzung der Aufgabenstellung zwischen Vorstand und Verschmelzungsprüfer aufgestellt und insbesondere festgelegt, nach welchen Methoden die Angemessenheit zu ermitteln ist. Die in HFA 6/1988 getroffenen Empfehlungen sind auch für die Vertragsprüfung gemäß § 293b AktG i.V.m. § 293e AktG anwendbar. Wir haben sie daher unserer Prüfung zugrunde gelegt.

Die Prüfung erstreckt sich danach insbesondere darauf, ob die für die Berechnung der angemessenen Barabfindung und des angemessenen Ausgleichs zugrunde gelegten Methoden den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entsprechen, die hierbei zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet sind und die Zukunftseinschätzungen plausibel erscheinen.

Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses ebenfalls zu beurteilen.

Ausgangspunkt unserer Prüfung der Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich war die von der Gesellschaft aufgestellte Ergebnisplanung unter Berücksichtigung der von dem Bewertungsgutachter vorgenommenen Plananpassungen. Unsere Prüfungshandlungen haben wir jeweils unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch den Bewertungsgutachter vorgenommen. Darüber hinaus haben wir teilweise unmittelbar an Gesprächen des Bewertungsgutachters mit Vertretern der EUWAX, der boerse-stuttgart und der Börsenvereinigung teilgenommen.

Den Schwerpunkt unserer Prüfung haben wir darauf gelegt festzustellen,

- ob die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Konzernplanung der Gesellschaft die zu erwartende Geschäftsentwicklung der EUWAX in plausibler und begründeter Weise abbildet,
- ob und in welcher Weise die Planungsrechnung der Gesellschaft in das Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters übernommen worden ist,
- ob eine angemessene Bewertungsmethodik angewandt worden ist,
- ob der angewendete Kapitalisierungszinssatz zutreffend abgeleitet worden ist und
- ob neben dem Ertragswert andere Vergleichsmaßstäbe wie z.B. der Börsenkurs existieren, die zur Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung herangezogen werden können.

Bei der Durchführung unserer Prüfung sind wir wie folgt vorgegangen:

In einem ersten Schritt haben wir die Vergangenheitsdaten anhand der uns vorgelegten Prüfungsberichte und internen Aufgliederungen sowie der von dem Bewertungsgutachter vorgenommenen Bereinigungen analysiert und geprüft, ob diese korrekt in das Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters übernommen worden sind. Die Analyse der Vergangenheitsdaten dient als Grundlage zur Plausibilisierung der Planungsrechnungen.

Des Weiteren haben wir uns mit der Methodik der Konzernplanung vertraut gemacht. Für die Bewertung stand die Planungsrechnung der EUWAX für die Jahre 2007 bis 2009 nach dem Stand September 2006, die im November 2006 mit Zustimmung des Aufsichtsrats vom Vorstand der EUWAX endgültig verabschiedet wurde, zur Verfügung.

Für diese Planungsrechnung und die im Rahmen der Bewertung vorgenommenen Anpassungen der Planung haben wir eine Plausibilisierung unter Berücksichtigung der erwarteten Umwelt- und Marktentwicklung sowie der Ergebnisse der Vergangenheitsanalyse vorgenommen.

Im weiteren Verlauf der Prüfung haben wir das vom Bewertungsgutachter gewählte methodische Vorgehen bei der Bewertung sowie die im Einzelnen festzulegenden bewertungstechnischen Prämissen auf ihre Angemessenheit hin untersucht.

Ferner haben wir geprüft, ob die Ausgangszahlen zum 31. Dezember 2006 und die Planzahlen sowie die getroffenen bewertungstechnischen Prämissen rechnerisch und inhaltlich richtig in das Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters eingegangen sind. Die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren sowie die Ableitung des Barabfindungsbetrags je Aktie aus dem ermittelten Unternehmenswert haben wir im Einzelnen nachvollzogen.

Ergänzend haben wir den durchschnittlichen Börsenkurs der EUWAX im relevanten Zeitraum dem Unternehmenswert bzw. Wert je Aktie, wie er von dem Bewertungsgutachter ermittelt worden ist, gegenübergestellt. Dabei ist auch die Relevanz des Börsenkurses für die Angemessenheit der Barabfindung zu beurteilen gewesen.

Abschließend haben wir die Überleitung der Bewertungsrechnung zur garantierten jährlichen Ausgleichszahlung nachvollzogen.

Wir haben als Vertragsprüfer über das Ergebnis unserer Prüfung gemäß § 293e AktG schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Ausgleichszahlung und die vorgeschlagene Barabfindung angemessen sind. Dabei ist im Bericht anzugeben,

1. nach welchen Methoden der Ausgleich und die Abfindung ermittelt worden sind;
2. aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
3. welcher Ausgleich und welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs oder der vorgeschlagenen Abfindung

und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung und der Abfindung wieder. Die Zahlenangaben im Prüfungsbericht beschränken sich auf die nach unserer Auffassung für die Beurteilung der Angemessenheit von Abfindung und Ausgleichszahlung wesentlichen Aspekte. Wir verweisen ergänzend auf die detaillierten Angaben im gemeinsamen Bericht der Geschäftsführung der boerse-stuttgart und des Vorstands der EUWAX über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sowie auf die dort als Anlage 1 beigefügte gutachtliche Stellungnahme der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zum Unternehmenswert der EUWAX zum 29. Juni 2007.

### **C. Prüfungsfeststellungen**

Als Ergebnis unserer nach berufsüblichen Grundsätzen durchgeführten Prüfung ergeben sich die folgenden Prüfungsfeststellungen. Bezüglich weiterer Einzelheiten zum methodischen Vorgehen und der Ermittlung der Abfindung und der Ausgleichszahlung verweisen wir auf den gemeinsamen Bericht der Geschäftsführung der boerse-stuttgart und des Vorstands der EUWAX über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Dem gemeinsamen Bericht ist die gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der EUWAX der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, als Anlage 1 beigefügt.

#### **I. Inhalt des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags**

Wir haben den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 16. Mai 2007 (im Folgenden auch „Vertrag“) gemäß § 293b AktG im Hinblick auf seine Vollständigkeit und Richtigkeit geprüft. Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ergibt sich aus den §§ 291 ff. AktG.

Im Einzelnen beinhaltet der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag:

##### **1. Beteiligte Gesellschaften**

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften werden im Vertrag genannt und entsprechen den Eintragungen in den Handelsregistern.

## **2. Gewinnabführung**

Die EUWAX verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an die boerse-stuttgart abzuführen. Abzuführen ist, vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rücklagen nach § 3 des Vertrags, der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr und um den Betrag, der gemäß § 300 AktG in die gesetzliche Rücklage einzustellen ist.

Die Regelung entspricht den Vorgaben der §§ 291 Abs. 1, 301 AktG.

## **3. Verlustübernahme**

Gemäß § 4 des Vertrags verpflichtet sich die boerse-stuttgart, jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrag der EUWAX auszugleichen, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.

Diese Regelung entspricht den Vorgaben des § 302 Abs. 1 AktG.

## **4. Ausgleich**

Die boerse-stuttgart garantiert in § 5 des Vertrags den außenstehenden Aktionären der EUWAX für die Dauer des Vertrags für jedes volle Geschäftsjahr mit Beginn der Wirksamkeit gemäß § 8 Abs. 2 des Vertrags die Zahlung eines angemessenen Ausgleichs in Höhe von brutto EUR 3,85 je Stückaktie abzüglich der von der EUWAX hierauf zu entrichtenden Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz. Der Abzug ist nur auf den in dem Bruttobetrag enthaltenen anteiligen Ausgleich von EUR 3,74 je Stückaktie aus mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinnen zu berechnen. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses ergibt sich daraus eine Ausgleichszahlung von netto EUR 2,86 je Stückaktie.

Der Ausgleich wird erstmals für das Geschäftsjahr gewährt, in dem der Vertrag wirksam wird. Falls der Vertrag während eines Geschäftsjahres der EUWAX endet oder die EUWAX während eines Zeitraums, für den die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht, ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich der Ausgleich zeitanteilig (§ 5 Abs. 4 des Vertrags).

Die Regelung zum Ausgleich steht im Einklang mit § 304 AktG. Hinsichtlich der Ermittlung des Ausgleichs verweisen wir auf Abschnitt C. II. 1. b).

## **5. Abfindung**

Die boerse-stuttgart verpflichtet sich in § 6 des Vertrags, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der EUWAX dessen Aktien gegen eine Barabfindung von EUR 40,82 je Stückaktie zu erwerben.

Die Verpflichtung der boerse-stuttgart zum Erwerb der Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Vertrags im Handelsregister der EUWAX nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG bleibt unberührt (§ 6 Abs. 2 des Vertrags).

Die Regelung zur Barabfindung steht im Einklang mit § 305 AktG. Hinsichtlich der Ermittlung der Barabfindung verweisen wir auf Abschnitt C. II. 1. a).

## **6. Wirksamwerden und Dauer**

In § 8 des Vertrags werden das Wirksamwerden und die Dauer des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags festgelegt. Die Wirksamkeit ist von der Zustimmung der Hauptversammlung der EUWAX, der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der boerse-stuttgart sowie der anschließenden Eintragung des Vertrags in das Handelsregister abhängig (§ 8 Abs. 1 und Abs. 2 des Vertrags). Daneben wird der Vertrag erst wirksam, nachdem die Eintragung der Erhöhung des Stammkapitals der boerse-stuttgart, in deren Zuge die Börsenvereinigung 3.862.501 Aktien der EUWAX als Sacheinlage in die boerse-stuttgart einbringt, im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart eingetragen ist. Der Vertrag wird jedoch mit Ausnahme der Regelungen zur Abfindung in § 6 des Vertrags nicht vor dem 1. Januar 2008 wirksam. Der Vertrag wird für die Dauer von fünf Jahren fest abgeschlossen und verlängert sich jeweils um ein weiteres Jahr, falls er nicht spätestens einen Monat vor seinem jeweiligen Ablauf gekündigt wird. Das Recht zur Kündigung aus wichtigem Grund ist ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist möglich. Als wichtiger Grund wird dabei insbesondere ein Kündigungsverlangen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, eine Veräußerung der Anteile an der EUWAX durch die boerse-stuttgart an einen Dritten oder eine Änderung der gesetzlichen Bestimmungen, welche die Wirkungen der

gewerbsteuerlichen und/oder Körperschaftsteuerlichen Organschaft im Wesentlichen be-  
seitigt, angesehen (§ 8 Abs. 4 des Vertrags).

Diesen Regelungen stehen keine gesetzlichen Bestimmungen entgegen.

## **7. Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2007**

Für den Fall, dass die EUWAX für das Geschäftsjahr 2007 weniger als die in § 5 des Ver-  
trags genannte Ausgleichszahlung von EUR 2,86 pro Stückaktie an ihre Aktionäre aus-  
schüttet, verpflichtet sich die boerse-stuttgart, die außenstehenden Aktionäre so zu stellen,  
als sei durch die EUWAX für das Geschäftsjahr 2007 ein Betrag in Höhe der Ausgleichs-  
zahlung von EUR 2,86 ausgeschüttet worden.

Dieser Regelung steht keine gesetzliche Bestimmung entgegen.

## **8. Ergebnis**

Wir haben festgestellt, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom  
16. Mai 2007 die in den §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299, 302 Abs. 1, 304 Abs. 1 Satz 1, 305  
Abs. 1 AktG vorgeschriebenen Regelungsbestandteile vollständig und richtig enthält und  
damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.

## **II. Ermittlung von Abfindung und Ausgleichszahlung**

### **1. Angewandte Methoden**

#### **a) Ermittlung der Barabfindung**

Nach § 305 AktG muss der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag neben der Ver-  
pflichtung zum Ausgleich nach § 304 AktG die Verpflichtung der herrschenden Gesellschaft  
enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im  
Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Im vorliegenden Fall ist nach  
§ 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG eine Barabfindung zu gewähren.

Angemessen ist eine Abfindung zum vollen Wert des Anteils am Unternehmen. Der Ausscheidende soll das erhalten, was seine gesellschaftliche Beteiligung am inneren Wert des arbeitenden Unternehmens in seiner Gesamtheit wert ist (BVerfGE 14, 263, 284, BVerfGE 100, 289, 307 ff.).

Eine rechtlich vorgeschriebene Methode für die Bewertung von Unternehmen gibt es nicht. Der Wert eines Unternehmens ergibt sich aus dem Nutzen, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements in Zukunft unter Erhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

Dieser künftige Nutzen, der sich im Zusammenwirken dieser die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren ergibt, zeigt sich im Ertrag, der in der auf den Bewertungsstichtag folgenden Zukunft zu erwarten ist. Im Hinblick auf finanzielle Zielsetzungen entspricht daher der Wert eines Unternehmens grundsätzlich dem Barwert aller künftigen Einnahmen- bzw. Ertragsüberschüsse. Dies ist der Ertragswert des Unternehmens.

Nach den von der Rechtsprechung und Bewertungspraxis entwickelten Grundsätzen ist der Unternehmenswert als objektivierter Wert zu ermitteln. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen typisierten Zukunftserfolgswert aus der Perspektive eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners dar. Daher sind sowohl bei der Ableitung der für die Zukunft erwarteten finanziellen Überschüsse als auch bei der Festlegung des für die Diskontierung der künftigen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag anzuwendenden Zinssatzes neben den auf der Unternehmensebene anfallenden definitiven Ertragsteuern auch die bei Ausschüttung der Überschüsse entstehende persönliche Steuerbelastung der Anteilseigner zu berücksichtigen.

Dabei ist gemäß IDW S 1 bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte eine durchschnittliche typisierte Steuerbelastung von 35 % anzusetzen, so dass der Unternehmenswert unabhängig von der individuellen steuerlichen Situation der einzelnen Anteilseigner ist. Aufgrund des derzeit geltenden Steuerrechts ist bei der Bewertung deutscher Kapitalgesellschaften zusätzlich das Halbeinkünfteverfahren zu berücksichtigen, wonach ausgeschüttete Gewinne mit einem typisierten persönlichen Steuersatz von 17,5 % belastet sind, während im Unternehmen thesaurierte Gewinne nicht durch persönliche Steuern vermindert werden.

Im ermittelten Ertragswert findet nur der Wert des betriebsnotwendigen Vermögens seinen Niederschlag. Wenn das Bewertungsobjekt über nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände verfügt, die einzeln veräußert werden können, ohne die Fortführung des Unternehmens zu beeinträchtigen, und die einen gegenüber ihrem Ertragswert höheren Veräußerungswert haben, sind diese außerhalb der Ertragsbewertung der betriebsnotwendigen Unternehmensteile gesondert anzusetzen und in den jeweiligen Gesamtunternehmenswert einzurechnen.

Alternativ zu der Anwendung der Ertragswertmethode kann im Rahmen des IDW S 1 auch eine Bewertung nach der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode erfolgen. Ertragswertmethode und DCF-Methode beruhen auf dem Kapitalwertkalkül und damit auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen. Bei gleichen Prämissen, insbesondere bei einer in sich konsistenten Planung, bestehend aus Planergebnisrechnungen, Planbilanzen und Plankapitalflussrechnungen, kommen beide Methoden zu demselben Ergebnis.

In der Bewertungspraxis ist es nicht unüblich, im Rahmen einer vergleichenden Marktbewertung indikative Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten mittels Ergebnismultiplikatoren zu bestimmen, die als branchenüblich angesehen werden. Bei der Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Zum anderen müssen die Ergebnismultiplikatoren aus einer Analyse der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Derartige Multiplikatoren-Bewertungen stellen nur vereinfachte, pauschale Ertragsbewertungen dar. Daher ist ihnen eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode - wie sie hier vorgenommen worden ist - vorzuziehen. Gleichwohl können nach der Multiplikator-Methode ermittelte Unternehmenswerte zur Plausibilisierung der sich bei Anwendung des Ertragswertverfahrens ergebenden Unternehmenswerte herangezogen werden.

Im vorliegenden Bewertungsfall wurde auf die Plausibilisierung des Unternehmenswertes mit der Multiplikator-Methode mangels geeigneter, zukunftsbezogener Multiplikatoren verzichtet.

Insbesondere bei schlechter Ertragslage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Ertragswert als Fortführungswert übersteigen. In diesem Falle bildete nach früherer Auffassung der Liquidationswert des Unternehmens stets die Wertuntergrenze für die Unternehmensbewertung. Die

neuere Rechtsprechung unterscheidet hingegen nicht nur danach, ob überhaupt die Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, sondern sie differenziert auch nach den Gründen und den Umständen der Fortführung gegebenenfalls unrentabler Unternehmen. Demnach ist der Liquidationswert allenfalls dann maßgeblich, wenn die Liquidation tatsächlich angestrebt wird oder die Ertragsaussichten auf Dauer negativ sind (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Februar 2004, DB 2004, S. 1032 ff., und LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 13. Juni 2006, NZG 2006, S. 868 ff.).

Eine überschlägige Schätzung des Liquidationswerts durch den Bewertungsgutachter führte zu dem Ergebnis, dass der Liquidationswert unter dem Ertragswert liegt. Uns sind bei unserer Prüfung keine Tatsachen bekannt geworden, die dieser Einschätzung entgegenstehen.

Der Substanzwert ist für die Ermittlung des Gesamtwertes von fortzuführenden Unternehmen ohne Aussagewert.

Diese Bewertungsgrundsätze und -methoden gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung anerkannt.

Die angemessene Barabfindung muss grundsätzlich die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Abschlusses des Unternehmensvertrags berücksichtigen. Als Bewertungsstichtag ist der Tag der Hauptversammlung der EUWAX (voraussichtlich 29. Juni 2007) zugrunde gelegt worden, da der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nur mit Zustimmung der Hauptversammlung wirksam wird.

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss vom 27. April 1999, BVerfGE 100, 289) darf die volle Entschädigung für außenstehende Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder im Falle einer Eingliederung nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen. Bei börsennotierten Unternehmen sieht das Bundesverfassungsgericht somit den Börsenkurs grundsätzlich als geeignete Bezugsgröße zur Bestimmung des aktuellen Verkehrswertes der Aktien an.

Eine Einschränkung für die Heranziehung des Börsenkurses kann jedoch gemäß den Ausführungen des Bundesverfassungsgerichtes in Betracht kommen, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktien darstellt. Dies ist etwa der Fall, wenn eine Marktengpass vorliegt, weil mindestens 95 % der Aktien unverkäuflich sind. Doch auch für diesen Fall stellt das Bundesverfassungsgericht fest, dass dem Börsenkurs nicht jede Eignung zur Feststellung des Unternehmenswertes fehlt, solange die Aktien an der Börse gehandelt werden. Ferner entspricht der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert der Aktien, wenn längere Zeit praktisch überhaupt kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat.

Allerdings kann der innere Wert der betreffenden Gesellschaft auch oberhalb des Börsenkurses liegen. Entsprechend ist parallel zur Ermittlung des Börsenkurses der Wert des Unternehmens durch eine Unternehmensbewertung zu bestimmen.

Die Börsenvereinigung, die boerse-stuttgart und die EUWAX haben dementsprechend zur Festlegung der angemessenen Barabfindung die KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der EUWAX zu erstellen. Der Vorstand der EUWAX und die Geschäftsführung der boerse-stuttgart haben sich die Ausführungen der gutachtlichen Stellungnahme der KPMG zur Unternehmensbewertung und zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs vollständig zu eigen gemacht.

Die Ermittlung der angemessenen Barabfindung ist unter Beachtung der vorstehend dargestellten Grundsätze erfolgt. Wir halten diese Vorgehensweise für sachgerecht. Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf die nachfolgenden Abschnitte.

## **b) Ermittlung des Ausgleichs**

Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag als angemessene Ausgleichszahlung für die außenstehenden Aktionäre eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung vorsehen. Nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG ist als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Zur Ermittlung der Ausgleichszahlung ist es danach erforderlich, eine Prognose über den durchschnittlich verteilungsfähigen Gewinn vorzunehmen. Damit soll gewährleistet werden, dass den außenstehenden Aktionären diejenige durchschnittliche Gewinnbeteiligung zuteil kommt, die sie erwarten könnten, wenn der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht abgeschlossen worden wäre.

Eine geeignete Methode zur Ermittlung der Ausgleichszahlung ist die in der Bewertungspraxis, in der Literatur (vgl. Maul, DB 2002, S. 1423) und in der Rechtsprechung (vgl. Bay-ObLG, 11. September 2001, AG 2002, S. 394 und LG Bremen, 18. Februar 2002, AG 2003, S. 214 f.) anerkannte Methode der Verrentung des im Rahmen der Bestimmung der angemessenen Abfindung ermittelten Unternehmenswertes.

Der Vorstand der EUWAX und die Geschäftsführung der boerse-stuttgart haben sich die Ausführungen der gutachtlichen Stellungnahme der KPMG zur Unternehmensbewertung und zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs vollständig zu eigen gemacht. Danach ist der Ausgleich durch eine Verrentung des Unternehmenswertes je Aktie der EUWAX zum 29. Juni 2007 ermittelt worden. Wir halten diese Vorgehensweise für sachgerecht.

## **2. Prüfung der Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren**

Die Ermittlung des Unternehmenswertes durch den Bewertungsgutachter ist nach dem im Standard IDW S 1 niedergelegten Ertragswertverfahren durchgeführt worden. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich danach als Barwert der erwarteten zukünftig ausschüttungsfähigen Überschüsse zuzüglich des Wertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

Wir erachten die Anwendung des Ertragswertverfahrens im vorliegenden Fall für geboten und sachgerecht. Das Ertragswertverfahren ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer die maßgebliche und anerkannte Methode zur Ermittlung von Unternehmenswerten. Auch in der Rechtsprechung hat sich das Ertragswertverfahren zur üblichen Praxis entwickelt.

Da der Substanzwert für die Ermittlung des Werts von fortzuführenden Unternehmen grundsätzlich keinen eigenen Aussagewert hat, ist auf dessen Ermittlung verzichtet worden.

**a) Bewertungsobjekt**

Bewertungsobjekt ist die EUWAX einschließlich ihrer Beteiligungsgesellschaften.

Die EUWAX betreibt als Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne von § 1 Abs. 1a Satz 1 KWG und Wertpapierhandelsunternehmen (§ 1 Abs. 3d Satz 2 KWG) börsliche und außerbörsliche Wertpapiergeschäfte und Terminhandelsgeschäfte. Dabei übt sie ausschließlich an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse (BW-Börse) in Stuttgart die Funktion als Skontroführer und Quality Liquidity Provider (QLP) aus. Darüber hinaus ist die EUWAX in der Softwareerstellung und -vermarktung sowie der Informationsbeschaffung und -vermarktung tätig.

Die EUWAX hält Anteile an folgenden Unternehmen:

- Tradejet AG, Zürich (Schweiz) (Anteilsbesitz 53 %): Die Tradejet AG ist ein Wertpapiermakler in der Schweiz. Geschäftsgegenstand ist der Betrieb einer elektronischen Plattform für die Entgegennahme und Weiterleitung von Börsenaufträgen sowie die Erbringung weiterer Dienstleistungen im Finanzbereich.
- eBAG Internet GmbH, Stuttgart (Anteilsbesitz 100 %): Unternehmensgegenstand ist die Informationsbereitstellung in digitaler Form über das Internet. Die eBAG Internet GmbH unterhält derzeit keinen eigenen Geschäftsbetrieb.
- T.I.Q.S GmbH & Co. KG, Stuttgart (Anteilsbesitz 49 %): Unternehmensgegenstand der T.I.Q.S GmbH & Co. KG („T.I.Q.S.“: Trading Information and Quote System) ist die Entwicklung, Vermarktung und der Betrieb von Plattformen für den börslichen und außerbörslichen Handel von Instrumenten und Produkten des Kapitalmarktes. Diese Gesellschaft stellt eine Handelsplattform für verbriefte Derivate, Aktien und andere Wertpapiere zur Verfügung.
- T.I.Q.S Verwaltungs GmbH, Stuttgart (Anteilsbesitz 49 %): Unternehmensgegenstand ist die Verwaltung der Beteiligung als persönlich haftende Gesellschafterin der T.I.Q.S GmbH & Co. KG, Stuttgart.

Die EUWAX ist sowohl für Zwecke der internen Steuerung als auch der externen Berichterstattung in die folgenden Segmente (operative Geschäftsfelder) unterteilt:

- QLP-Services und Skontroführung (Kerngeschäftsfeld):  
Seit dem 1. Januar 2007 stellt die EUWAX im Rahmen des neuen Marktmodells der BW-Börse im elektronischen Handel mit verbrieften Derivaten (Handelssegment EUWAX) als QLP im Auftrag der boerse-stuttgart AG (Betriebsgesellschaft der BW-Börse) die Liquidität und die Einhaltung der Qualitätsstandards für den Derivatehandel sicher. Die (klassische) Skontroführung umfasst die Wertpapiersegmente inländische Aktien, Anleihen und Fondsanteile der BW-Börse. Der Handel mit diesen Wertpapieren soll zum 1. Juli 2007 ebenfalls auf einen elektronischen Handel umgestellt werden. Das Vermittlungsgeschäft (Handelstätigkeit) betreibt die EUWAX in Verbindung mit den QLP-Services und dem Handel mit verbrieften Derivaten sowie der Skontroführung mit den anderen vorgenannten Wertpapieren.
- Eigenhandel, Beteiligungen & Venture Capital:  
Dieses Segment umfasst den Wertpapierhandel der EUWAX auf eigene Rechnung (Eigenhandel) sowie die operative Tätigkeit der verbundenen Unternehmen (Tradejet AG, Zürich, und eBAG Internet GmbH, Stuttgart) und assoziierten Unternehmen (T.I.Q.S. GmbH & Co. KG, Stuttgart, und T.I.Q.S. Verwaltungsgesellschaft mbH, Stuttgart).
- Corporate Items:  
In diesem Segment sind die zentralen Unternehmensbereiche Informationstechnologie, Backoffice, Strategie, Finanzen und Personal zusammengefasst, die auch Dienstleistungen gegenüber den Tochtergesellschaften und anderen verbundenen Unternehmen der EUWAX erbringen, insbesondere IT-Dienstleistungen. Darüber hinaus umfasst das Geschäftsfeld die Festgeldanlagen der EUWAX.

Zu weiteren Ausführungen zur Geschäftstätigkeit des EUWAX-Konzerns verweisen wir auf die entsprechenden Abschnitte des gemeinsamen Berichts der Geschäftsführung der boerse-stuttgart und des Vorstands der EUWAX zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der boerse-stuttgart und der EUWAX.

Die wirtschaftliche Entwicklung des EUWAX-Konzerns wird wesentlich durch den börslichen Handel mit verbrieften Derivaten und die damit verbundenen Erträge (Provisions- und Handelserträge) beeinflusst. Neben den bisherigen Vergütungen für Orderausführungen

(Courtage) und insbesondere den mit Einführung des neuen Marktmodells für verbriefte Derivate seit dem 1. Januar 2007 von der boerse-stuttgart AG erhaltenen QLP-Vergütungen (Provisionsergebnis) sind dies die im Zusammenhang mit dem Vermittlungsgeschäft erzielten Kursgewinne, insbesondere Aufgabegewinne im Derivatehandel aufgrund entsprechender Liquiditätsstellung als QLP (Handelsergebnis).

Als Folge der Zunahme der in Deutschland gelisteten derivativen Produkte bis Ende 2006 auf rd. 137.500 und des durchschnittlichen Volumenwachstums im Derivatehandel von rd. 48,7 % p.a. in den letzten vier Jahren stieg das Ordervolumen der EUWAX 2006 auf insgesamt 109,6 Mrd. EUR, davon 79,8 Mrd. EUR bei Derivaten, und die Anzahl der ausgeführten Orders auf 10,3 Mio. Stück (davon Derivate 9,0 Mio. Stück).

Das Provisionsergebnis des Konzerns belief sich im Geschäftsjahr 2006 auf 42.094 TEUR, davon 34.259 TEUR aus dem Derivatehandel, und das Handelsergebnis (Aufgabegewinne) auf 21.247 TEUR. Provisions- und Handelsergebnis machen 95,5 % der ordentlichen betrieblichen Erträge von 66.291 TEUR aus. Das betriebliche Ergebnis vor Steuern betrug 33.644 TEUR und der Konzern-Jahresüberschuss nach Berücksichtigung von Minderheitenanteilen 21.449 TEUR.

Die EUWAX und die Tochterunternehmen Tradejet AG, Zürich (Schweiz), und eBAG Internet GmbH, Stuttgart, werden sowohl für Zwecke der externen Rechnungslegung als auch für interne Planungs- und Berichterstattungszwecke unter Anwendung der IFRS vollkonsolidiert. Daher hat der Bewertungsgutachter die konsolidierte Konzernplanung der Bewertung zugrunde gelegt. Erwartete Ergebnisse aus assoziierten Unternehmen (T.I.Q.S. GmbH & Co.KG, Stuttgart, und T.I.Q.S. Verwaltungsgesellschaft mbH, Stuttgart) sind sowohl in der Konzernplanung als auch im Rahmen der Bewertung entsprechend der Beteiligungsquote der EUWAX anteilig erfasst. Sonderwerte sind im Rahmen der Bewertung insoweit nicht erfasst worden, da Beteiligungen, die wegen untergeordneter Bedeutung nicht in der Konzernplanung enthalten sein könnten, nicht bestehen.

Wir halten die Abgrenzung des Bewertungsobjektes für zutreffend.

**b) Bewertungsstichtag**

Der maßgebliche Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Unternehmenswertes sowie die Ableitung der Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG und der Barabfindung gemäß § 305 AktG ist der Tag der Hauptversammlung der EUWAX, auf der den Aktionären der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zur Zustimmung vorgelegt werden soll. Diese Hauptversammlung ist für den 29. Juni 2007 vorgesehen.

Als technischer Bewertungsstichtag ist vom Bewertungsgutachter der 1. Januar 2007 gewählt worden. Die erwarteten zukünftigen Ausschüttungen sind jeweils zunächst auf diesen Stichtag diskontiert und anschließend mit dem gleichen Zinssatz auf den rechtlichen Bewertungsstichtag 29. Juni 2007 aufgezinnt worden.

Diese Vorgehensweise halten wir für angemessen, der Aufzinsungsbetrag ist methodisch und rechnerisch zutreffend hergeleitet worden.

**c) Ableitung der Konzernergebnisse****ca) Analyse der Vergangenheit**

Die Vergangenheitsanalyse, die der Bewertungsgutachter im Rahmen der Plausibilisierung der Planzahlen durchgeführt hat, stellt auf einen Zeitraum von zwei Jahren ab und umfasst die Jahre 2005 und 2006.

Die vom Gutachter für ausgewählte Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und zur Berücksichtigung wesentlicher außerordentlicher Effekte vorgenommenen Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse halten wir für sachgerecht. Wir haben im Rahmen unserer Prüfung keine Erkenntnisse gewonnen, nach denen weitere Bereinigungen vorzunehmen gewesen wären. Die bereinigten Vergangenheitszahlen sind korrekt in das Bewertungsmodell zur Ermittlung des Ertragswertes übernommen worden, wirken sich jedoch nicht auf den Unternehmenswert aus, da dieser auf den für die Zukunft erwarteten Ergebnissen beruht. Sie dienen lediglich der Plausibilisierung der Planzahlen.

Das bereinigte betriebliche Ergebnis stellt sich für den betrachteten Vergangenheitszeitraum demnach wie folgt dar:

	2 0 0 5		2 0 0 6	
	TEUR	%	TEUR	%
Zinsergebnis	1.177	2,3	2.261	3,4
Dividendenergebnis	3	0,0	3	0,0
Provisionsergebnis	30.423	60,4	42.094	63,5
Handelsergebnis	18.922	37,6	21.247	32,1
Ergebnis aus Finanzanlagen	-150	-0,3	686	1,0
<b>ordentliche Erträge</b>	<b>50.376</b>	<b>100,0</b>	<b>66.292</b>	<b>100,0</b>
Personalaufwand	-10.584	-21,0	-13.883	-20,9
Anderer Verwaltungsaufwand	-14.029	-27,8	-16.939	-25,6
Abschreibungen	-1.042	-2,1	-1.596	-2,4
<b>ordentliche Aufwendungen</b>	<b>-25.654</b>	<b>-50,9</b>	<b>-32.418</b>	<b>-48,9</b>
sonstige Erträge	2.306	4,6	2.314	3,5
sonstige Aufwendungen	-5	0,0	-2.544	-3,8
<b>sonstiges Ergebnis</b>	<b>2.301</b>	<b>4,6</b>	<b>-230</b>	<b>-0,3</b>
<b>Betriebliches Ergebnis</b>				
<b>It. Konzernabschluss</b> (vor Steuern)	<b>27.023</b>	<b>53,7</b>	<b>33.644</b>	<b>50,8</b>
Bereinigung Erträge	-1.409	-2,8	-74	-0,1
Bereinigung Aufwendungen	0	0,0	2.775	4,2
Saldo Bereinigungen	-1.409	-2,8	2.701	4,1
<b>Bereinigtes betriebliches Ergebnis</b> (vor Steuern)	<b>25.614</b>	<b>50,9</b>	<b>36.345</b>	<b>54,9</b>

Die Bereinigungen betreffen 2005 und 2006 im wesentlichen Ergebnisse aus dem Handel mit Wertpapieren des Handelsbestands (Held-for-trade), Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen und abgegrenzten Verbindlichkeiten sowie aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens. Darüber hinaus sind 2006 außerordentliche Zuweisungen zu Rückstellungen und Abschreibungen auf Forderungen bereinigt worden.

**cb) Unternehmensplanung**

Der Schätzung der Zukunftserträge liegen die im November 2006 vom Vorstand der EUWAX verabschiedeten sowie vom Aufsichtsrat genehmigten Planungsrechnungen für die Jahre 2007 bis 2009 (Detailplanungsphase) zugrunde. Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses für die Jahre 2010 ff. erfolgte durch den Bewertungsgutachter in Abstimmung mit dem Vorstand der EUWAX.

Die Planungsrechnung ist Element des regelmäßigen internen Planungs- und Berichterstattungsprozesses der EUWAX auf Ebene des EUWAX-Konzerns und wird nach den IFRS erstellt. Sie besteht aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Planbilanzen sowie Plan-Kapitalflussrechnungen für die EUWAX und ihre wesentlichen Tochtergesellschaften sowie als konsolidierte Planungsrechnung für den Konzern.

Für den Planungszeitraum 2007 bis 2009 hat das Unternehmen im Rahmen des jährlich stattfindenden regulären Planungsverfahrens eine Planungsrechnung für den Gesamtkonzern erstellt, die auf den Planungen der EUWAX und der wesentlichen Tochtergesellschaften aufbaut. Die Einschätzungen zur Entwicklung des Konzerns sind durch die EUWAX aus den Entwicklungen der Vergangenheit unter Berücksichtigung der erwarteten Veränderungen von Preisen und Kosten sowie insbesondere der Auswirkungen des neuen Marktmodells der BW-Börse und des entsprechenden Entgeltmodells der boerse-stuttgart AG ab dem 1. Januar 2007 abgeleitet worden.

Wesentliche Planungsgrößen sind bei den Ertragsgrößen das Provisions- und das Handelsergebnis sowie das Zinsergebnis und bei den Aufwandsgrößen der Verwaltungsaufwand (Personalaufwand und anderer Verwaltungsaufwand) sowie die Abschreibungen.

Wir haben uns die Methodik der Konzernplanung für die Geschäftsjahre 2007 bis 2009 durch den Vorstand der EUWAX erläutern lassen und halten die Vorgehensweise der Gesellschaft bei der Aufstellung der Planungsrechnung für sachgerecht. Die der Planung zugrunde gelegten Prämissen sind nach unserer Auffassung plausibel.

**cc) Analyse der Planungsrechnung**

Der Bewertungsgutachter hat die Planungsrechnungen für die Jahre 2007 bis 2009 plausibilisiert und auf Nachvollziehbarkeit untersucht. Dabei gelangte KPMG zu dem Ergebnis, dass die Plandaten als Ausgangsgröße für die Ermittlung des Ertragswertes geeignet sind. Die Ausgangsdaten wurden vom Bewertungsgutachter in Abstimmung mit der EUWAX unter Berücksichtigung der aktuellen Geschäftsentwicklung und des neuen Marktmodells in den wesentlichen Ergebnisgrößen Provisions- und Handelsergebnis und den korrespondierenden Aufwandsgrößen angepasst.

Wir haben eine Plausibilisierung der Planungsrechnung 2007 bis 2009 auf Konzernebene mit Schwerpunkt bei der EUWAX unter Berücksichtigung der Geschäftsentwicklung im ersten Quartal 2007, der Auswirkungen des neuen Marktmodells der BW-Börse sowie der Ergebnisse der Vergangenheitsanalyse durchgeführt. In diesem Zusammenhang haben wir Gespräche mit dem Bewertungsgutachter und dem Vorstand der EUWAX zu der Planungsrechnung und zu den vorgenommenen Anpassungen geführt. Darüber hinaus haben wir die rechnerische Richtigkeit der Planungsrechnung und die Zusammenführung der Einzelplanungen zur Konzernplanung überprüft.

Nach unserer Auffassung bildet die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Konzernplanung der EUWAX eine plausible und begründete Ausgangsbasis für die Ermittlung des Ertragswerts des Konzerns. Nach dem Ergebnis unserer Plausibilisierung stellen sich die wesentlichen Einflussgrößen der Planungsrechnung wie folgt dar:

**Zinsergebnis**

Das in der Planung der EUWAX enthaltene Zinsergebnis (Zinsüberschuss) basiert auf Plan-Bilanzen und Plan-Cash-Flow-Rechnungen (integrierte Finanzplanung), die vom Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung der Anpassungen der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und von Gewinnthesaurierungen angepasst wurden. Die Ableitung der Zinserträge erfolgte anschließend durch Ansatz einer jährlichen Verzinsung der jahresdurchschnittlichen verzinslichen Aktiva – im Wesentlichen Forderungen gegenüber Kreditinstituten (Geldanlagen) und in geringfügigem Umfang Handels- und Anlagebestände in Wertpapieren – mit 3 % p.a.. Die Verzinsung wurde unter Berücksichtigung der Kurzfristigkeit der entsprechenden Anlagen angesetzt.

Die im Detailplanungszeitraum unterstellte Zunahme der verzinslichen Aktiva und der daraus resultierende Anstieg des Zinsüberschusses ist eine Folge der notwendigen teilweisen Thesaurierung von Plan-Ergebnissen zur Einhaltung bankaufsichtsrechtlicher Anforderungen; vgl. hierzu Abschn. C.II.2.f) auf Seite 38.

Wir halten das der Bewertung zugrunde gelegte Zinsergebnis für sachgerecht.

### **Provisionsergebnis**

Das Provisionsergebnis wird seit der Einführung des neuen Marktmodells am 1. Januar 2007 hauptsächlich von der Leistungsvergütung bestimmt, die die EUWAX für die QLP-Services im elektronischen Handel mit verbrieften Derivaten an der BW-Börse erzielt. Die Emittenten und Handelsteilnehmer entrichten an die boerse-stuttgart AG volumenabhängige Transaktionsentgelte, von denen die EUWAX für ihre erbrachten Dienstleistungen einen festen prozentualen Anteil erhält.

Die Transaktionsentgelte ergeben sich auf Basis des dem neuen Marktmodell zugrunde liegenden Entgeltmodells. Die Entgelte bestimmen sich ausschließlich nach dem Volumen (Kurswert) einer ausgeführten Order und lösen die bisherigen sogenannten Schlussnotengebühren der boerse-stuttgart AG und die vom Skontroführer erhobene Courtage ab. Wesentliche Elemente des Entgeltmodells sind neben der Orderanzahl und der Orderstruktur (Staffelung nach Volumen der einzelnen Orders) die Begrenzungen der Entgelte für Emittenten (ordervolumenabhängige Rabatte sowie Obergrenze pro Order und hinsichtlich des Gesamtentgelts) und andere Handelspartner (Mindest- und Maximalentgelt abhängig vom Volumen einer Order).

Der Bewertungsgutachter hat die von der EUWAX für das Jahr 2007 geplante Orderanzahl im Derivatehandel (8.485 TStck.) auf Basis der tatsächlichen, positiveren Entwicklung im ersten Quartal 2007 und der darüber hinaus positiven Marktperspektiven für die folgenden Jahre nach oben angepasst und ausgehend von der Orderanzahl 2006 (8.957 TStck.) Steigerungsraten von 13 % (2007), 10 % (2008) und 6 % (2009) jeweils gegenüber dem Vorjahr zugrunde gelegt.

Die aufgrund der angepassten Orderanzahlen gegenüber den bisherigen Planwerten höheren Provisionserträge im Derivatehandel (QLP-Vergütungen) für die Jahre 2007 bis 2009 wurden mit Hilfe eines Szenario- bzw. Simulationsmodells ermittelt. Das Modell ermöglicht auf Basis des neuen Entgeltmodells und der Orderstruktur des ersten Halbjahres 2006 dif-

ferenziert nach Emittenten und anderen Handelsteilnehmern die Ermittlung des Gesamtbetrags der Transaktionsentgelte für eine vorgegebene bzw. geplante Orderanzahl.

Die übrigen Bestandteile des von der EUWAX geplanten Provisionsergebnisses, die Erträge aus der Skontroführung in anderen Segmenten der BW-Börse sowie die Provisionserträge der Tochtergesellschaft Tradejet AG hat der Bewertungsgutachter ohne Anpassungen übernommen.

Wir haben die Anwendung des neuen Entgeltmodells bei der Ermittlung der zukünftigen QLP-Leistungsvergütung im Derivatehandel für die EUWAX auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen zu dem Entgeltmodell überprüft. Des Weiteren haben wir die Berechnungsmethodik des Szenario- bzw. Simulationsmodells nachvollzogen, um festzustellen, ob das Entgeltmodell entsprechend berücksichtigt und die Orderanzahlen und die Orderstruktur des ersten Halbjahres 2006 zutreffend erfasst sowie die ermittelten Ergebnisse (Transaktionsentgelt insgesamt) rechnerisch richtig ermittelt wurden.

Die zur Anpassung der Orderanzahlen herangezogenen Daten des ersten Quartals 2007 haben wir anhand von Unterlagen der EUWAX nachvollzogen. Zur Verifizierung der angesetzten Wachstumsraten haben wir des Weiteren allgemeine Informationen über die erwartete zukünftige Entwicklung des Derivatemarktes und -handels in Deutschland herangezogen.

Das Entgeltmodell ist nach unseren Feststellungen zutreffend bei der Ermittlung der Plan-Provisionsergebnisse berücksichtigt worden. Das Szenario- bzw. Simulationsmodell ermittelt unter den gegebenen Prämissen zutreffende Transaktionsentgelte. Die den angepassten Planzahlen (Orderanzahl und Transaktionsentgelt bzw. Provisionsergebnis) zugrunde gelegten Annahmen und Daten sind plausibel und nachvollziehbar.

Das Provisionsergebnis stellt sich für den Detailplanungszeitraum wie folgt dar:

	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
	TEUR	TEUR	TEUR
QLP-Leistungsvergütung (Derivatehandel)	32.242	34.787	36.468
Courttagen u.Ä. (übrige Handelssegmente)	<u>8.000</u>	<u>8.400</u>	<u>8.820</u>
Provisionsergebnis EUWAX	40.242	43.188	45.288
Provisionsergebnis Tradejet AG	<u>1.388</u>	<u>2.780</u>	<u>4.389</u>
Provisionsergebnis gesamt	<u><u>41.630</u></u>	<u><u>45.968</u></u>	<u><u>49.677</u></u>

### Handelsergebnis

Das Handelsergebnis der EUWAX umfasst im Wesentlichen Aufgabegewinne im Zusammenhang mit der Bereitstellung eigener Liquidität im Derivatehandel, die sich aus Kursdifferenzen bei den entsprechenden Aufgabegeschäften ergeben.

Das neue Marktmodell bietet den Emittenten von Derivaten drei Handelsvarianten an (A, B und C), wobei lediglich die Variante A der EUWAX die Bereitstellung von Liquidität in bisherigem Umfang und damit entsprechende Aufgabegeschäfte und -gewinne ermöglicht. Die beiden anderen Varianten ermöglichen der EUWAX keine oder nur in begrenztem Umfang die Bereitstellung von Liquidität.

Die EUWAX geht davon aus, dass die Emittenten ab 2008 vornehmlich die Varianten B und C nutzen werden und erwartet deshalb einen deutlichen Rückgang der Aufgabegewinne. Der Bewertungsgutachter hat in Abstimmung mit der EUWAX die Planung des Handelsergebnisses unter Berücksichtigung des Einflusses durch das neue Marktmodell angepasst.

Wir haben die Plausibilität der geplanten Handelsergebnisse bzw. Aufgabegewinne anhand der Ergebnisse der Jahre 2004 bis 2006 überprüft und die Argumente zu den Folgen der Veränderungen durch das neue Marktmodell kritisch gewürdigt. Dabei haben wir die Planung im Einzelnen nachvollzogen und keine Erkenntnisse gewonnen, die gegen die Begründung und den Umfang des angenommenen Rückgangs der Aufgabegewinne sprechen.

## **Verwaltungsaufwand**

Der Verwaltungsaufwand umfasst den Personalaufwand und den anderen Verwaltungsaufwand (Sachaufwand). Bei der Planung der Aufwendungen wird jeweils zwischen fixen und variablen Anteilen differenziert, da die Kosten teilweise unmittelbar abhängig sind von der mengen- bzw. stückbezogenen Geschäftsentwicklung (Orderanzahl bzw. -volumen).

Der Planung des Personalaufwands liegen das Gehaltsmodell der EUWAX (fixe Gehaltsbestandteile und Bonusregelungen) – ab 2008 in modifizierter Form – und ein an der geplanten Geschäftsentwicklung (Zunahme des abzuwickelnden Ordervolumens) ausgerichteter Anstieg der Mitarbeiterzahl im Detailplanungszeitraum zugrunde. Auf der Basis der Anpassungen bei der Geschäftsentwicklung hat der Bewertungsgutachter auch den Personalaufwand in den einzelnen Planperioden angepasst.

Die anderen Verwaltungsaufwendungen sind insbesondere hinsichtlich der Handelsgebühren (Schlussnoten- und Abwicklungsgebühren) variabel, da sie unmittelbar abhängig sind von dem abzuwickelnden Ordervolumen. Insoweit hat der Bewertungsgutachter den geplanten variablen Teil des anderen Verwaltungsaufwands linear entsprechend den erhöhten Orderanzahlen für die Jahre 2007 bis 2009 angepasst.

Nach dem Ergebnis der von uns durchgeführten Plausibilisierung der Verwaltungsaufwendungen hat der Bewertungsgutachter die von der EUWAX geplanten Werte zutreffend unter Berücksichtigung der modifizierten Planung der Geschäftsentwicklung angepasst.

## **Abschreibungen**

Die Abschreibungen auf Sachanlagen und insbesondere auf immaterielle Vermögenswerte berücksichtigen die mit dem veränderten Geschäftsmodell einhergehende Ausweitung der entsprechenden IT-Dienstleistungen der EUWAX und die damit verbundenen Investitionen in EDV-Software. Den Abschreibungen liegt eine entsprechende Investitionsplanung zugrunde.

## Ertragsteuern

Der Berechnung der Ertragsteuern liegen die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag nach dem derzeit gültigen Steuersystem zugrunde. Bei der Planung der schweizerischen Tochtergesellschaft der EUWAX, der Tradejet AG, wurden die in der Schweiz gültigen Ertragsteuern berücksichtigt. Wir haben die Planung der Ertragsteuern ausgehend vom handelsrechtlichen Ergebnis vor Steuern (ermittelt aus einer Überleitungsrechnung der IFRS-Ergebnisse) nachvollzogen. Die Planung der Ertragsteuern führt nach unserer Auffassung zu einer sachgerechten Erfassung der Ertragsteuern bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der EUWAX.

Die Auswirkungen der geplanten Unternehmenssteuerreform sind vom Bewertungsgutachter zutreffend nicht berücksichtigt worden, da die künftigen Änderungen des Steuerrechts noch nicht hinreichend konkretisiert sind. Dies entspricht auch der Ansicht des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW, nach der die steuerlichen Neuregelungen bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte erst für Bewertungsstichtage ab dem Tag der Zustimmung des Deutschen Bundesrats zur Unternehmenssteuerreform zu berücksichtigen sind.

Die Ermittlung des Ertragswertes soll nach den Empfehlungen des IDW Standards S 1 auch die Auswirkungen der persönlichen Ertragsteuerbelastung der Anteilseigner, unabhängig vom Bewertungsanlass und somit bereits im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte, berücksichtigen. Der Bewertungsgutachter ist dieser Empfehlung gefolgt und hat den Unternehmenswert unter Berücksichtigung einer persönlichen Ertragsteuerbelastung mit einem typisierten Steuersatz von 35 % auf Basis des deutschen Halbeinkünfteverfahrens errechnet (hälftige Belastung von 17,5 %).

Die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Ergebnisplanung 2007 bis 2009 stellt sich wie folgt dar:

	2 0 0 7		2 0 0 8		2 0 0 9	
	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%
Zinsergebnis	2.614	4,0	2.726	4,0	2.872	4,1
Dividendenergebnis	5	0,0	5	0,0	5	0,0
Provisionsergebnis	41.630	64,3	45.968	67,5	49.677	71,4
Handelsergebnis	20.181	31,2	19.071	28,0	16.687	24,0
Ergebnis aus Finanzanlagen	345	0,5	345	0,5	345	0,5
<b>ordentliche Erträge</b>	<b>64.776</b>	<b>100,0</b>	<b>68.115</b>	<b>100,0</b>	<b>69.585</b>	<b>100,0</b>
Personalaufwand	-13.358	-20,6	-13.979	-20,5	-14.704	-21,1
Anderer Verwaltungsaufwand	-16.866	-26,0	-17.890	-26,3	-18.819	-27,0
Abschreibungen	-1.682	-2,6	-2.758	-4,0	-3.611	-5,2
<b>ordentliche Aufwendungen</b>	<b>-31.905</b>	<b>-49,2</b>	<b>-34.627</b>	<b>-50,8</b>	<b>-37.134</b>	<b>-53,3</b>
sonstige Erträge	760	1,2	977	1,4	1.216	1,7
sonstige Aufwendungen	-4	0,0	-4	0,0	-4	0,0
<b>sonstiges Ergebnis</b>	<b>756</b>	<b>1,2</b>	<b>973</b>	<b>1,4</b>	<b>1.212</b>	<b>1,7</b>
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>33.627</b>	<b>52,0</b>	<b>34.461</b>	<b>50,6</b>	<b>33.663</b>	<b>48,4</b>
Ertragsteuern	-13.965	-21,6	-13.382	-19,6	-12.345	-17,7
<b>Jahresüberschuss</b> (Ergebnis nach Ertragsteuern)	<b>19.662</b>	<b>30,4</b>	<b>21.079</b>	<b>31,0</b>	<b>21.318</b>	<b>30,7</b>
Anteile anderer Gesellschafter	588	0,9	-161	-0,2	-975	-1,4
<b>Konzern-Jahresüberschuss</b>	<b>20.250</b>	<b>31,3</b>	<b>20.918</b>	<b>30,8</b>	<b>20.342</b>	<b>29,3</b>

Die Planzahlen sind korrekt in das Bewertungsmodell zur Ermittlung des Ertragswertes übernommen worden.

### Nachhaltiges Ergebnis

Der Ertragswert ist vom Bewertungsgutachter aus den Zukunftserträgen nach der vom IDW für zutreffend erachteten Phasenmethode unter Berücksichtigung des von der EUWAX für 2007 bis 2009 geplanten Ausschüttungsverhaltens ermittelt worden. Dabei ist das ab dem Jahr 2010 nachhaltig ausschüttungsfähige Ergebnis auf Basis der Entwicklung im Planungszeitraum 2007 bis 2009 grundsätzlich durch Fortschreibung der Planergebnisse mit den angenommenen Wachstumsraten abgeleitet worden. Ausnahmen davon ergaben sich in drei Bereichen:

Bei der Ermittlung des nachhaltigen Handelsergebnisses wird ab 2010 von einem weiteren Rückgang der Aufgabegewinne ausgegangen, da die Liquiditätsbereitstellung im Derivatehandel durch die EUWAX aufgrund der absehbaren Konzentration der Emittenten auf die Varianten B und C des Marktmodells zurückgehen wird.

Für die Abschreibungen wurde eine Reinvestitionsrate ab 2010 in Höhe von 2.500 TEUR p.a. für die langfristig erforderlichen Reinvestitionen auf Basis der im Planungszeitraum 2007 bis 2009 berücksichtigten Investitionen insbesondere im IT-Bereich ermittelt.

Den nachhaltigen Ertragsteuern liegt eine Steuerquote unter Berücksichtigung der aktuellen steuerlichen Gesetzeslage zugrunde. Steuerliche Verlustvorträge einer Tochtergesellschaft waren nur bis 2009 berücksichtigungsfähig.

Danach ergibt sich das nachhaltige Ergebnis ab 2010 im Vergleich zum Planjahr 2009 wie folgt:

	2 0 0 9		nachhaltig 2 0 1 0 ff.	
	TEUR	%	TEUR	%
Zinsergebnis	2.872	4,1	2.999	4,4
Dividendenergebnis	5	0,0	5	0,0
Provisionsergebnis	49.677	71,4	50.422	74,7
Handelsergebnis	16.687	24,0	13.683	20,3
Ergebnis aus Finanzanlagen	345	0,5	351	0,5
<b>ordentliche Erträge</b>	<b>69.585</b>	<b>100,0</b>	<b>67.459</b>	<b>100,0</b>
Personalaufwand	-14.704	-21,1	-14.924	-22,1
Anderer Verwaltungsaufwand	-18.819	-27,0	-18.846	-27,9
Abschreibungen	-3.611	-5,2	-2.500	-3,7
<b>ordentliche Aufwendungen</b>	<b>-37.134</b>	<b>-53,3</b>	<b>-36.270</b>	<b>-53,7</b>
sonstige Erträge	1.216	1,7	1.234	1,8
sonstige Aufwendungen	-4	0,0	-4	0,0
<b>sonstiges Ergebnis</b>	<b>1.212</b>	<b>1,7</b>	<b>1.230</b>	<b>1,8</b>
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>33.663</b>	<b>48,4</b>	<b>32.419</b>	<b>48,1</b>
Ertragsteuern	-12.345	-17,7	-12.454	-18,5
<b>Jahresüberschuss</b> (Ergebnis nach Ertragsteuern)	<b>21.318</b>	<b>30,7</b>	<b>19.965</b>	<b>29,6</b>
Anteile anderer Gesellschafter	-975	-1,4	-822	-1,2
<b>Konzern-Jahresüberschuss</b>	<b>20.342</b>	<b>29,3</b>	<b>19.142</b>	<b>28,4</b>

Wir halten die Ausführungen im Bewertungsgutachten der KPMG zur Planung des nachhaltigen Ergebnisses für plausibel. Das nachhaltige Ergebnis leitet sich danach begründet aus dem vor dem Hintergrund des sich verstärkenden Wettbewerbs eingeführten neuen Marktmodells ab.

#### d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

Als Kapitalisierungszinsfuß ist die Rendite einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage anzusetzen. Er muss dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein.

Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich gemäß IDW S 1 aus einem risikofreien Zinssatz (Basiszinssatz) und einem Risikozuschlag zusammen.

**da) Basiszinssatz**

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand.

Der Bewertungsgutachter hat für den Detailplanungszeitraum und das nachhaltige Ergebnis einen Basiszinssatz von 4,25 % p.a. vor typisierter Einkommensteuer angesetzt, so dass sich nach Abzug von 35 % typisierter Einkommensteuer ein Basiszinssatz von 2,76 % ergibt. Wir haben den Basiszinssatz anhand von Zinsstrukturkurven unter Zugrundelegung der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Parameter überprüft.

Der verwendete Basiszinssatz von 4,25 % ist nach unserer Auffassung eine angemessene Schätzgröße für das zukünftige, längerfristige Zinsniveau einer risikofreien Kapitalanlage.

**db) Risikozuschlag**

Wegen der geringeren Sicherheit einer Anlage in Unternehmensanteilen wird der Basiszinssatz für die Unternehmensbewertung um einen Risikozuschlag erhöht.

Zur Ableitung der Risikoprämie bei der objektivierten Unternehmensbewertung ist nicht auf die subjektive Risikoeinschätzung Einzelner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei kann unterstellt werden, dass die Kapitalanleger bei einer Geldanlage in Aktien ein höheres Risiko (Anlegerrisiko) sehen als bei einer Anlage in verzinslichen Staatsanleihen. Die für die Investition in Aktien zu zahlende Risikoprämie kann mit Hilfe von Preisbildungsmodellen am Kapitalmarkt (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden (vgl. Wagner, Jonas, Ballwieser, Tschöpel, Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen IDW S 1, Die Wirtschaftsprüfung 2004, S. 889, S. 893).

Die Aktienrenditen und damit auch die Risikoprämien sind grundsätzlich durch die Ertragsteuern beeinflusst. Eine Erklärung der empirisch messbaren Aktienrenditen kann durch das Tax-CAPM erreicht werden. Das Tax-CAPM erweitert das Standard-CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern. Damit wird insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinsen, Dividenden und Veräußerungsgewinnen ab-

gebildet (vgl. Jonas, Löffler, Wiese, Das CAPM mit deutscher Einkommensteuer, Die Wirtschaftsprüfung 2004, S. 898 ff.). Dabei ist, wie im Standard-CAPM, der Risikozuschlag aus zwei separaten Faktoren, Marktisikoprämie und Betafaktor, abzuleiten.

Insbesondere zur Bestimmung der Marktisikoprämie hat Stehle eine wissenschaftliche Studie zur Ableitung der Marktisikoprämie auf der Grundlage der vorhandenen Kapitalmarktdatenbasis für Deutschland erstellt, die auch die für Zwecke der Unternehmensbewertungspraxis relevanten Nachsteuerrenditen einschließlich der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Kurs- und Dividendenrenditen sowie das Tax-CAPM berücksichtigt (vgl. Stehle, Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, Die Wirtschaftsprüfung 2004, S. 906 ff.). Als Ergebnis wird eine Nach-Steuer-Marktisikoprämie von 5,5 % als vertretbar angesehen (vgl. ebenda, S. 921; so auch IDW-Fachnachrichten, Nr. 1/2 2005, S. 71).

Für die Ermittlung des Nachsteuer-Risikozuschlags hat der Bewertungsgutachter das Tax-Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) herangezogen, das als ein geeignetes Verfahren für die Quantifizierung des Nachsteuer-Risikozuschlages anzusehen ist (vgl. Wagner, Jonas, Ballwieser, Tschöpel, Unternehmensbewertung in der Praxis - Empfehlungen und Hinweise zur Anwendung von IDW S 1 -, Die Wirtschaftsprüfung 2006, S. 1005, S. 1016 ff.). Die Auswirkungen der geplanten Unternehmenssteuerreform sind bei der Ermittlung des Nachsteuer-Risikozuschlages zutreffend nicht berücksichtigt worden (vgl. auch unsere Ausführungen auf Seite 29 f.).

Zur Ableitung des unternehmensspezifischen Risikozuschlags für die EUWAX ist die durchschnittliche Marktisikoprämie im Hinblick auf die besondere Risikostruktur des Bewertungsobjekts anzupassen. Diese Anpassung auf das unternehmens- und branchenspezifische Risiko erfolgt mittels der sogenannten Betafaktoren.

Für die Bewertung eines börsennotierten Unternehmens kann grundsätzlich auf das eigene am Kapitalmarkt beobachtbare Beta zurückgegriffen werden. Wesentliche Voraussetzung für die Heranziehung des unternehmenseigenen Betafaktors ist jedoch ein ausreichendes Handelsvolumen der Aktie, um mit hinreichender Sicherheit die Volatilität der Aktie im Vergleich zum Gesamtmarkt einschätzen zu können. Nach der Einschätzung des Bewertungsgutachters ist diese Voraussetzung für die Aktie der EUWAX jedoch nicht erfüllt.

Wir haben diese Einschätzung anhand eigener Untersuchungen überprüft. Dabei haben wir zunächst festgestellt, dass das Handelsvolumen der EUWAX-Aktie in der Vergangenheit gegenüber den Handelsvolumina vergleichbarer Unternehmen wesentlich geringer war. Darüber hinaus haben wir anhand von Daten des Kapitalmarktinformationsdienstleisters Bloomberg überprüft, ob der Betafaktor der EUWAX-Aktie eine hinreichende Aussagekraft zur Einschätzung des Risikos der Aktie besitzt. Nach dem Ergebnis unserer Prüfung ist dies nicht der Fall.

Ferner hat die von dem Bewertungsgutachter vorgenommene Analyse vergleichbarer Unternehmen, deren Aktien die Bedingungen für eine hinreichende Aussagekraft zur Volatilität erfüllen, ergeben, dass die unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen vornehmlich über dem Betafaktor der EUWAX liegen. Dies ist ein weiterer Hinweis dafür, dass das für die EUWAX-Aktie beobachtete Beta nicht das Risiko des Geschäftsmodells der EUWAX widerspiegelt. Darüber hinaus stellt der Bewertungsgutachter aus unserer Sicht zutreffend fest, dass die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren mit der Einführung des neuen Marktmodells in 2007 nicht mehr das künftige unternehmensspezifische Risiko der EUWAX abbilden. Der Bewertungsgutachter hat daher zutreffend auf die Analyse der Betafaktoren einer sogenannten Peer Group von vergleichbaren Unternehmen zurückgegriffen.

Bei der Zusammensetzung der Peer Group hat der Bewertungsgutachter zwei Gruppen von vergleichbaren Unternehmen herangezogen. In die erste Gruppe wurden Wertpapierdienstleister aufgenommen, während in der zweiten Gruppe Börsen berücksichtigt wurden. Die ausgewählten Unternehmen sind jeweils in Teilen ihrer Geschäftsmodelle mit der EUWAX vergleichbar. Da die EUWAX als sogenannter Quality Liquidity Provider unmittelbar von der Geschäftsentwicklung des Börsenplatzes Stuttgart abhängt, halten wir die Heranziehung von Börsen als zweite Gruppe von Vergleichsunternehmen für sinnvoll. Insgesamt sind wir der Ansicht, dass in der Gesamtheit die Zusammenstellung der Unternehmen eine gute Grundlage für einen Vergleich mit der EUWAX bildet und halten die Auswahl der Peer Group-Unternehmen zur Ableitung des Betafaktors für die Einschätzung des unternehmensspezifischen Risikos der EUWAX für geeignet.

Die Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen sind mit Daten des Kapitalmarktinformationsdienstleisters Bloomberg ermittelt worden. Um zufällige Schwankungen auszuschließen, hat der Bewertungsgutachter die einzelnen Betafaktoren mittels Durchschnittsbildung von Jahres-Betafaktoren der letzten fünf Jahre auf Basis wöchentlicher Erhebungen berechnet.

Im Ergebnis gelangt der Gutachter zu einem arithmetischen Mittel von 1,22 für den verschuldeten Betafaktor. Wir haben die Ermittlung der Betafaktoren anhand einer eigenen Datenabfrage bei Bloomberg überprüft und die Systematik der Ableitung des durchschnittlichen verschuldeten Betafaktors nachvollzogen. Wir halten den ermittelten Wert für zutreffend.

Da die vergleichbaren Unternehmen im Gegensatz zur EUWAX sowohl eigen- als auch fremdkapitalfinanziert sind, müssen die verschuldeten Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet werden. Diese Umrechnung erfolgte unter Heranziehung des Verschuldungsgrades der Peer Group-Unternehmen. Als Ergebnis der Umrechnung leitet der Bewertungsgutachter einen Mittelwert für das unverschuldete Beta der Peer Group von abgerundet 1,1 ab. Wir haben die Umrechnung im Einzelnen nachvollzogen und halten den Wert von 1,1 für zutreffend ermittelt. Eine Anpassung dieses unverschuldeten Betafaktors an den Verschuldungsgrad der EUWAX war wegen der vollständigen Eigenkapitalfinanzierung von EUWAX nicht erforderlich.

Auf der Grundlage einer Nach-Steuer-Marktrisikoprämie von 5,5 % und unter Heranziehung des Beta-Faktors von 1,1 hat der Bewertungsgutachter sowohl für den Detailplanungszeitraum 2007 bis 2009 als auch für den Zeitraum der ewigen Rente einen Risikozuschlag von 6,05 % errechnet. Wir halten die vom Bewertungsgutachter angesetzten Risikozuschläge insgesamt für angemessen und begründet.

#### **dc) Wachstumsabschlag**

Für die EUWAX ist für die Jahre ab 2010 (ewige Rente) ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 %-Punkten angesetzt worden. Dieser Wachstumsabschlag auf den Kapitalisierungszinssatz, der über die Verringerung des Kapitalisierungszinsfußes den Ertragswert erhöht und so finanzmathematisch im Zeitraum der ewigen Rente ein jährliches Gewinnwachstum von 1,5 % berücksichtigt, drückt nach Ansicht des Bewertungsgutachters das langfristig erzielbare Wachstum der Ergebnisse der EUWAX aus.

Beim Ansatz des Wachstumsabschlags wurden sowohl die weiteren Wachstumsaussichten im Börsensegment Derivatehandel auf der einen Seite als auch ein weiter zunehmender Wettbewerbsdruck unter den Börsenplätzen Europas auf der anderen Seite berücksichtigt. Das allgemeine Wachstum in diesem Börsensegment wird sich demzufolge nicht in gleichem Maße in den Erträgen widerspiegeln.

Nach unserer Einschätzung ist daher die angesetzte Wachstumsrate von 1,5 % realistisch.

**dd) Ergebnis**

Zusammenfassend ergeben sich demnach folgende Kapitalisierungszinssätze:

	<u>2007</u> %	<u>2008</u> %	<u>2009</u> %	<u>nach-</u> <u>haltig</u> %
Basiszinssatz nach typisierter Einkommensteuer	2,76	2,76	2,76	2,76
Risikozuschlag (5,5 % x 1,1)	6,05	6,05	6,05	6,05
Wachstumsabschlag	<u>          </u>	<u>          </u>	<u>          </u>	<u>-1,50</u>
 Kapitalisierungszinssatz	 <u>8,81</u>	 <u>8,81</u>	 <u>8,81</u>	 <u>7,31</u>

Aufgrund der vorstehenden Überlegungen halten wir die Ableitung der angewendeten Kapitalisierungszinssätze für zutreffend.

**e) Ableitung des Ertragswerts**

Zur Ermittlung des Ertragswerts der EUWAX hat der Bewertungsgutachter ausgehend von den ausschüttungsfähigen Ergebnissen auf Basis der vom Unternehmen unter Berücksichtigung aufsichtsrechtlicher Eigenkapitalanforderungen geplanten Ausschüttungen zunächst für den Detailplanungszeitraum die zu kapitalisierenden Beträge ermittelt.

Für den Zeitraum der ewigen Rente hat der Gutachter für die Bestimmung der nachhaltigen Ausschüttungsquote auf eine branchentypische Ausschüttungsquote zurückgegriffen und eine Quote von 50 % angesetzt.

Wir halten das Vorgehen bei der Bemessung der Ausschüttungsquoten insgesamt für sachgerecht.

In der ewigen Rente hat der Gutachter zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums einen Thesaurierungsbetrag von 1.446 TEUR für erforderlich angesehen. Der verbleibende Teil der Thesaurierung in Höhe von 8.125 TEUR wurde als Wertbeitrag aus Thesaurierung

den Anteilseignern nach den Modellannahmen des Tax-CAPM ohne Berücksichtigung von persönlichen Einkommensteuern der Kapitalisierung zugerechnet.

Die Diskontierung der auf diese Weise abgeleiteten Beträge unter Heranziehung der oben erläuterten Kapitalisierungszinssätze führt nach dem Bewertungsgutachten zum 1. Januar 2007 zu einem Ertragswert des operativen Geschäfts von 201,6 Mio. EUR. Wir haben die Ableitung dieses Ertragswertes insgesamt nachvollzogen und halten sie für sachgerecht und zutreffend.

#### **f) Gesondert bewertetes Vermögen**

Der Bewertungsgutachter hat im Rahmen seiner Unternehmensbewertung kein gesondert zu bewertendes Vermögen, dessen Wert dem Ertragswert hinzugerechnet werden müsste, festgestellt. Im Rahmen unserer Prüfung sind wir zu keinem gegenteiligen Ergebnis gelangt.

Die in den Planbilanzen des EUWAX-Konzerns angesetzten Forderungen gegenüber Kreditinstituten (2007 bis 2009 durchschnittlich 81,7 Mio. EUR), die im Wesentlichen aus der Anlage der eigenen Mittel (Eigenkapital) resultieren, werden nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen qualifiziert. Die Begründung für den Ansatz eines entsprechenden Eigenkapitals mit der Sicherstellung der Einhaltung der bankaufsichtsrechtlichen Vorschriften zu den Großkreditrelationen (§§ 13, 13a KWG) ist plausibel und nachvollziehbar. Das Vorliegen emittentenbezogener Großkredite im Zusammenhang mit den Handelsaktivitäten im Derivatebereich und das Erfordernis entsprechender interner Limite zur Begrenzung der Adressenausfallrisiken sowie deren erkennbare unterjährige Auslastungen in der Vergangenheit unterlegen die Notwendigkeit zur Aufrechterhaltung eines Eigenkapitals in der angesetzten Höhe.

#### **g) Unternehmenswert der EUWAX Aktiengesellschaft**

Der von dem Gutachter ermittelte Unternehmenswert der EUWAX ergibt sich somit aus dem auf Basis des Ertragswertverfahrens zum 1. Januar 2007 ermittelten Ertragswert der Gesellschaft von 201.605 TEUR.

Der sich zum 1. Januar 2007 ergebende Unternehmenswert ist unter Anwendung des bei der Diskontierung der Ertragsüberschüsse im Rahmen des Ertragswertverfahrens verwandten Kapitalisierungszinses auf den Bewertungsstichtag 29. Juni 2007 aufgezinnt worden. Der sich auf den Bewertungsstichtag ergebende Unternehmenswert beträgt danach

210.179 TEUR.

### **3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung**

Aufgrund unserer Überprüfung der vorgenommenen gutachtlichen Bewertung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293 e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG bei der Bewertung der EUWAX Aktiengesellschaft aufgetreten sind.

### **4. Berücksichtigung des Börsenkurses**

Für die Bemessung von Barabfindungen im Rahmen des Abschlusses von Gewinnabführungsverträgen hat die höchstrichterliche Rechtsprechung entschieden, dass die Festlegung der Barabfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses erfolgen darf, sofern dieser den Verkehrswert widerspiegelt. Des Weiteren geht die höchstrichterliche Rechtsprechung davon aus, dass zur Eliminierung von Zufallsschwankungen ein durchschnittlicher Börsenkurs zugrunde zu legen ist, der sich aus dem durchschnittlichen Kurs über einen Betrachtungszeitraum von drei Monaten vor dem Tag der Hauptversammlung ergibt.

Nach Auffassung der höchstrichterlichen Rechtsprechung spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert einer Aktie nicht wider, wenn

- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel stattgefunden hat,
- aufgrund einer Marktlage der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder
- der Börsenpreis manipuliert worden ist.

Für die Bestimmung des maßgebenden Börsenkurses kommt es nicht auf einen Stichtagskurs, sondern auf einen Referenzkurs an, der sich als Durchschnittswert aus einem Zeitraum von drei Monaten ergibt. Abweichend von der Rechtsprechung des BGH (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00, AG 2001, 417; dem BGH folgend OLG Düssel-

dorf NZG 2003, 588; OLG Hamburg, AG 2003, 583; OLG Frankfurt am Main, AG 2003, 581; OLG Stuttgart AG 2004, 43) führt KPMG als maßgebliches Ende der Referenzperiode nicht den Zeitpunkt der Beschlussfassung durch die Hauptversammlung an, sondern zieht im Einklang mit der überwiegenden Literaturmeinung (vgl. Koppensteiner, Kölner Kommentar, AktG, 3. Auflage 2004, § 305, Rn. 104 mit weiteren Nachweisen; Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 4. Aufl., 2005, § 305, Rn. 47c; Puskajler, BB 2003, 1692, 1694) und unter Verweis auf § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO den Zeitpunkt der Ankündigung der gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme heran.

Diese Vorgehensweise wird auch von der jüngeren Rechtsprechung gestützt: Das Kammergericht Berlin hat sich in seinem Beschluss vom 16. Oktober 2006 der Auffassung angeschlossen, dass auf den Kurs vor Bekanntgabe der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme abzustellen sei (vgl. Kammergericht Berlin, Beschluss vom 16. Oktober 2006, ZIP 2007, S. 75). Das OLG Stuttgart hat in seiner Beschlussvorlage an den BGH vom 16. Februar 2007 festgestellt, dass als Referenzzeitraum ein Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und nicht der Drei-Monats-Zeitraum vor dem Hauptversammlungsbeschluss über diese Maßnahme heranzuziehen sei (AG 2007, S. 209 ff., BB 2007, S. 682 ff.).

Wir halten den Drei-Monats-Zeitraum vor Ankündigung der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme als Referenzzeitraum für die Bestimmung des durchschnittlichen Börsenkurses als Vergleichsmaßstab insbesondere vor dem Hintergrund der jüngeren Entwicklung in der Rechtsprechung für sachgerecht.

Zum Zeitpunkt des Abschlusses der Bewertungsarbeiten durch den Bewertungsgutachter war die Bekanntgabe des beabsichtigten Abschlusses des Unternehmensvertrages noch nicht erfolgt. Der Gutachter hat demnach bei der Festlegung des Drei-Monats-Zeitraums auf den Zeitpunkt der Erstellung des Bewertungsgutachtens abgestellt. Dabei wurde zum einen auf den von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlichten Durchschnittskurs der EUWAX-Aktie für den Drei-Monats-Zeitraum vor dem 3. Mai 2007 in Höhe von EUR 39,17 zurückgegriffen. Da die BaFin die Veröffentlichung von Durchschnittskursen gemäß § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung regelmäßig mit einer zeitlichen Verzögerung von ein bis zwei Wochen auf einen Stichtag vornimmt, lagen zum Zeitpunkt der Erstellung des Bewertungsgutachtens keine aktuelleren Veröffentlichungen vor. Der Bewertungsgutachter hat daher eine eigene Ermittlung des durchschnittlichen

Börsenkurses für den Drei-Monats-Zeitraum vor dem 11. Mai 2007 durchgeführt und diesen mit EUR 39,55 errechnet.

Die Bekanntgabe des Abschlusses des Unternehmensvertrages ist am 16. Mai 2007 erfolgt. Zum Abschluss unserer Prüfung lag der zuletzt verfügbare BaFin-Kurs vom 8. Mai 2007 in Höhe von EUR 39,29 vor. Nach unserer eigenen Ermittlung lag der durchschnittliche Börsenkurs für den Drei-Monats-Zeitraum vor dem 16. Mai 2007 bei EUR 39,79.

In der gutachtlichen Stellungnahme von KPMG wird weiterhin ausgeführt, dass für die Aktien der EUWAX zwar nur ein geringes Handelsvolumen zu beobachten war, jedoch keine Anhaltspunkte dafür bestehen, dass einzelne Aktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder dass der Börsenkurs manipuliert worden sei.

Bei der von uns durchgeführten Analyse der Kursentwicklung und der Umsätze mit Aktien der EUWAX im Drei-Monats-Zeitraum vor dem 16. Mai 2007 haben wir festgestellt, dass an allen Handelstagen ein Handel mit Aktien der EUWAX stattgefunden hat. Anzeichen für Kursmanipulationen haben wir nicht feststellen können. Nach unserer Auffassung stellt daher der zum Abschluss unserer Prüfung zuletzt von der BaFin zur Verfügung gestellte Kurs vom 8. Mai 2007 in Höhe von EUR 39,29 bzw. der von uns ermittelte Durchschnittskurs für den Drei-Monats-Zeitraum bis einschließlich 15. Mai 2007 von EUR 39,79 einen geeigneten Vergleichsmaßstab für den sich aus der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren ergebenden Wert je Aktie der EUWAX dar.

Da alle genannten Börsenkurse unter dem anteiligen Unternehmenswert je Aktie (siehe nachfolgender Abschnitt) liegen, kommt dem Börsenkurs keine eigene Wertrelevanz zu.

### **III. Angemessenheit der Barabfindung nach § 305 AktG**

Nach § 305 AktG muss der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag die Verpflichtung der herrschenden Gesellschaft enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben.

Grundlage für die Ermittlung der den außenstehenden Aktionären der EUWAX gem. § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG zu gewährenden Barabfindung ist eine Unternehmensbewertung, die nach den Grundsätzen der Ertragswertmethode gem. IDW S 1 erfolgt ist. Diese Grundsät-

ze entsprechen der herrschenden Meinung in der Bewertungspraxis und der bisherigen Rechtsprechung. Hiernach ergibt sich der Wert eines Unternehmens als Barwert der aus dem Unternehmen erwarteten finanziellen Überschüsse.

Die Ableitung der Barabfindung aus dem Unternehmenswert der EUWAX auf Basis des Bewertungsgutachtens der KPMG ergibt sich wie folgt:

Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag	210.179 TEUR
Aktienanzahl	5.150.000 Stück
Wert je Inhaber-Stückaktie (aufgerundet)	EUR 40,82

Nach dem Ergebnis unserer Untersuchungen ist der Wert je Aktie sachgerecht aus dem Unternehmenswert abgeleitet worden. Er entspricht demgemäß dem vollen inneren Wert der Aktie. Im Unternehmenswert der EUWAX sind die bisherige und die künftige Ertragslage sowie angemessene Abschreibungen und Wertberichtigungen berücksichtigt worden.

#### **IV. Angemessenheit des Ausgleichs nach § 304 AktG**

§ 304 Abs. 2 Satz 1 AktG verlangt, als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zuzusichern, der ohne Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Da die boerse-stuttgart als herrschende Gesellschaft in der Rechtsform der GmbH geführt wird, ist eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorzusehen. Eine variable Ausgleichszahlung kommt nach § 304 Abs. 2 Satz 2 AktG ausschließlich bei Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien als herrschende Gesellschaften in Betracht.

Der Bewertungsgutachter hat die jährliche Ausgleichszahlung gem. § 304 AktG ermittelt, indem der Unternehmenswert der EUWAX zum 29. Juni 2007 bzw. der daraus abgeleitete Wert je Aktie verzinst wird. Beim Ansatz des Kapitalisierungszinsfußes ist der Bewertungsgutachter nicht dem Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 21. Juli 2003 (BGH, Beschluss vom 21. Juli 2003, II ZB 17/01, NZG 2003, S. 1017 ff.) gefolgt und hat den vollen

risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz angewendet, sondern hat einen Zinssatz von 5,7875 % nach Einkommensteuer als Mittelwert zwischen dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinsfuß von 8,8125 % nach Einkommensteuer und dem sicheren Basiszinssatz von 2,7625 % nach Einkommensteuer zugrunde gelegt. Der Empfänger der Ausgleichszahlung erhält jedoch eine Brutto-Ausgleichszahlung, die dem Halbeinkünfteverfahren unterliegt. Die abgeleitete Nettorendite ist daher um den Betrag zu erhöhen, der sich vor typisierter Steuerbelastung von (35 %: 2 =) 17,5 % ergibt.

Dieses Vorgehen entspricht der in der Bewertungspraxis üblichen Methode. Insgesamt stellt sich der Verrentungszinssatz demnach wie folgt dar:

Basiszins nach persönlicher Einkommensteuer	2,7625 %
risikoadjustierter Kapitalisierungszinssatz	<u>8,8125 %</u>
Mittelwert = angesetzter Zinssatz nach persönlicher Einkommensteuer	5,7875 %
Erhöhung um typisierte Steuerbelastung auf Ausgleichszahlung (17,5 %)	<u>1,2277 %</u>
Verrentungsfaktor Ausgleichszahlung vor persönlicher Einkommensteuer	<u><u>7,0152 %</u></u>

Der BGH hat mit Beschluss vom 21. Juli 2003 ebenfalls entschieden, dass entgegen der bis dahin üblichen Praxis als Ausgleich i.S.d. § 304 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 AktG den außenstehenden Aktionären der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinn je Aktie, abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs, als feste Größe zuzusichern ist.

Nach diesem BGH-Beschluss gilt als erwirtschafteter Gewinn der Gewinn vor Körperschaftsteuer, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann, sondern lediglich Ausfluss des von ihr erwirtschafteten Gewinns ist. Insbesondere im Fall einer zukünftigen gesetzlichen Absenkung des Körperschaftsteuertarifs sieht der BGH in der zuvor praktizierten Zusicherung eines auf den Nachsteuerertrag bezogenen Ausgleichs einen ungerechtfertigten Vorteil der Gesellschaft bzw. Obergesellschaft auf Kosten des außenstehenden Aktionärs, weil dann ein entsprechend höhe-

rer Betrag für die Gewinnausschüttung zur Verfügung stünde als der einmal als dauerhafte Nettogröße festgesetzte Ausgleich. Bei einer solchen Senkung des Steuersatzes würde dann eine Vollausschüttung des zuvor ermittelten durchschnittlich verteilbaren Bruttogewinns tatsächlich nicht mehr stattfinden.

Weil die EUWAX auch steuerfreie Erträge erzielt, unterliegt nicht der gesamte zukünftige Gewinn der deutschen Körperschaftsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag. Aus diesem Grund ist der durchschnittliche zukünftige Gewinn in eine mit deutscher Körperschaftsteuer belastete Komponente und in eine unbelastete Komponente aufzuteilen, um den Vorgaben des BGH gerecht zu werden.

Der Bewertungsgutachter hat diese Aufteilung dadurch vorgenommen, dass der Gesamtunternehmenswert mittels gesondert durchgeführter Bewertungen auf die schweizerische Tochtergesellschaft Tradejet AG, die nicht der deutschen Körperschaftsteuer unterliegt, und auf die übrigen Teile des Bewertungsobjekts in Gestalt der deutschen Gesellschaften, die der deutschen Körperschaftsteuer unterliegen, aufgeteilt wurde. Auf diesem Wege hat der Gutachter den Unternehmenswert von 210.179 TEUR in eine auf die Tradejet AG entfallende, nicht der deutschen Körperschaftsteuer unterliegende Komponente in Höhe von 7.814 TEUR und in eine auf die deutschen Gesellschaften entfallende, der deutschen Körperschaftsteuer unterliegende Komponente in Höhe von 202.365 TEUR zerlegt.

Bei einer Verzinsung der beiden Komponenten mit dem oben dargestellten Zinssatz von 7,015 % ergibt sich die Nettoausgleichszahlung vor persönlicher Einkommensteuer und (bezogen auf den mit Körperschaftsteuer belasteten Anteil) nach deutscher Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag. Das Ergebnis ist in nachfolgender Tabelle dargestellt:

		mit KSt belastet	nicht mit KSt belastet	gesamt
Unternehmenswert	TEUR	202.365	7.814	210.179
Verrentung mit Faktor von 7,015 % (vor persönlicher Einkommensteuer)	TEUR	14.196	548	14.744
Aktienanzahl	TStck	5.150	5.150	5.150
ergibt Ausgleich je Aktie	EUR	2,757	0,106	2,863

Bei der Ermittlung der Ausgleichszahlung ist lediglich auf den mit Körperschaftsteuer belasteten Teil der Abzug von Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag in Höhe von insgesamt 26,375 % vorzunehmen. Die Bruttoausgleichszahlungen vor Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag ergeben sich aus folgender Tabelle:

		brutto <u>(vor KSt/SolZ)</u>	KSt/SolZ <u>(26,375 %)</u>	netto <u>(nach KSt/SolZ)</u>
mit KSt/SolZ belasteter Anteil	EUR	3,744	0,987	2,757
unbelasteter Anteil	EUR	<u>0,106</u>	<u>0,000</u>	<u>0,106</u>
ergibt Ausgleich je Aktie	EUR	<u><u>3,850</u></u>	<u><u>0,987</u></u>	<u><u>2,863</u></u>

Nach Abzug von Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag mit ihren aktuellen Steuersätzen ergibt sich der belastete Nettogewinnanteil von EUR 2,76. Dieser Nettogewinnanteil würde sich vertraglich bei künftigen Steuersatzänderungen entsprechend der BGH-Rechtsprechung ändern. Die Differenz zwischen dem belasteten Gewinnanteil von EUR 3,74 und dem Bruttoausgleich von EUR 3,85 in Höhe von EUR 0,11 bleibt hingegen bei künftigen Steuersatzänderungen unverändert.

Die Orientierung der Ausgleichszahlung am Bruttogewinnanteil je Aktie und die Berücksichtigung der jeweiligen Körperschaftsteuerbelastung der EUWAX bei der Ermittlung des zu zahlenden Ausgleichsbetrags steht danach im Einklang mit der aktuellen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs und ist nach unserer Auffassung sachgerecht.

Auf dieser Grundlage garantiert die boerse-stuttgart den außenstehenden Aktionären der EUWAX für die Laufzeit des Vertrags in Übereinstimmung mit § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG die Zahlung eines jährlichen Ausgleichs vor Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag in Höhe von EUR 3,85 je EUWAX-Aktie für jedes volle Geschäftsjahr. Der zu zahlende Betrag ist um die darauf entfallende Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag in der jeweiligen gesetzlichen Höhe zu verringern. Der Abzug ist nur auf den in dem Bruttobetrag enthaltenen anteiligen Ausgleich von EUR 3,74 je Aktie aus mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinnen zu berechnen.

Wir haben die Ableitung der Ausgleichszahlung nachvollzogen und halten sie für sachgerecht.

## **D. Prüfungsergebnis**

Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtmäßigen Prüfung gemäß § 293b AktG auf Basis der uns vorgelegten Urkunden, Bücher und Schriften sowie der uns gegebenen Auskünfte und Nachweise sind die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 40,82 je Aktie und die garantierte jährliche Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 3,85 vor Steuern bzw. EUR 2,86 nach Steuern je Aktie angemessen.

Die Ermittlung des Unternehmenswertes und des sich daraus ableitenden Wertes pro Aktie ist sachgerecht nach dem Ertragswertverfahren durchgeführt worden, das nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer als maßgebliche Bewertungsmethode anerkannt ist. Es hat sich auch in der Rechtsprechung zur üblichen Praxis entwickelt.

Durch die ausschließliche Anwendung der Ertragswertmethode entfällt die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach § 293e Abs. 1 Ziff. 3 AktG.

Besondere Schwierigkeiten gemäß § 293e AktG haben sich bei der Bewertung der EUWAX nicht ergeben.

Der durchschnittliche Börsenwert der Aktie der EUWAX im Drei-Monats-Zeitraum vor Ankündigung der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme hat nach unseren Berechnungen EUR 39,79 je Inhaber-Stückaktie betragen. Da dieser Börsenkurs unter dem Wert je Aktie liegt, der sich aus der Unternehmenswertermittlung ableitet, kommt dem Börsenkurs keine eigene Wertrelevanz zu.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung (16. Mai 2007) und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der EUWAX über die Zustimmung zu dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (voraussichtlich 29. Juni 2007) wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der EUWAX ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung und des Ausgleichs noch zu berücksichtigen.

**E. Erklärung zur Angemessenheit der Barabfindung und des Ausgleichs**

Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG wie folgt:

Nach unseren Feststellungen sind aus den dargelegten Gründen die von der Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH, Stuttgart, und dem Vorstand der EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart, festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 40,82 und die garantierte jährliche Ausgleichszahlung für die außenstehenden Aktionäre der EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart, in Höhe von brutto EUR 3,85 (abzüglich von der EUWAX Aktiengesellschaft zu entrichtender deutscher Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) vor Steuern und EUR 2,86 (nach Abzug von Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag nach derzeitigen Steuersätzen) je Inhaber-Stückaktie angemessen.

Duisburg, den 16. Mai 2007



PKF FASSELT & PARTNER  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

  
Pflugfelder  
Wirtschaftsprüfer

  
Dr. Ellerich  
Wirtschaftsprüfer

# **ANLAGEN**

Geschäftsnummer:  
34 O 73/07 KfH  
AktG

02. April 2007



**Landgericht Stuttgart**  
34. Kammer für Handelssachen  
**Beschluss**

In dem Verfahren

**boerse-stuttgart Holding GmbH i.G.**  
Börsenstr. 4, 70174 Stuttgart

**EUWAX Aktiengesellschaft**  
Börsenstr. 4, 70174 Stuttgart

- Antragstellerinnen -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte CMS Hasche, Sigle, Eschenlohr, Peltzer, Schäfer u. Koll., Stuttgart, Gerichts-Fach 207 (smy-skg)

**wegen** Auswahl und Bestellung eines Vertragsprüfers gem. § 293 c Abs.1 Satz 2 und 2 AktG

1. Auf gemeinsamen Antrag der Antragstellerinnen wird zur Prüfung der Angemessenheit der Festsetzung des Ausgleichs nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG in dem zwischen den Parteien beabsichtigten Unternehmensvertrag die

**PFK Fasselt & Partner Wirtschaftsprüfergesellschaft**  
Schifferstr. 210, 47059 Duisburg

als Prüferin ausgewählt und zur Prüferin bestellt.

2. Der Geschäftswert wird auf 100.000,00 € festgesetzt.

Dr. Schmidt  
Vors. Richter am Landgericht

Ausgefertigt: 02.04.2007



Klingenberger, Just Angé  
als Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für

### Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2002

#### 1. Geltungsbereich

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

(2) Werden im Einzelfall ausnahmsweise vertragliche Beziehungen auch zwischen dem Wirtschaftsprüfer und anderen Personen als dem Auftraggeber begründet, so gelten auch gegenüber solchen Dritten die Bestimmungen der nachstehenden Nr. 9.

#### 2. Umfang und Ausführung des Auftrages

(1) Gegenstand des Auftrages ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrages sachverständiger Personen zu bedienen.

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

(3) Der Auftrag erstreckt sich, soweit er nicht darauf gerichtet ist, nicht auf die Prüfung der Frage, ob die Vorschriften des Steuerrechts oder Sondervorschriften, wie z. B. die Vorschriften des Preis-, Wettbewerbsbeschränkungs- und Bewirtschaftungsrechts beachtet sind; das gleiche gilt für die Feststellung, ob Subventionen, Zulagen oder sonstige Vergünstigungen in Anspruch genommen werden können. Die Ausführung eines Auftrages umfaßt nur dann Prüfungshandlungen, die gezielt auf die Aufdeckung von Buchfälschungen und sonstigen Unregelmäßigkeiten gerichtet sind, wenn sich bei der Durchführung von Prüfungen dazu ein Anlaß ergibt oder dies ausdrücklich schriftlich vereinbart ist.

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

#### 3. Aufklärungspflicht des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, daß dem Wirtschaftsprüfer auch ohne dessen besondere Aufforderung alle für die Ausführung des Auftrages notwendigen Unterlagen rechtzeitig vorgelegt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrages von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden.

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

#### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß alles unterlassen wird, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährden könnte. Dies gilt insbesondere für Angebote auf Anstellung und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

#### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Hat der Wirtschaftsprüfer die Ergebnisse seiner Tätigkeit schriftlich darzustellen, so ist nur die schriftliche Darstellung maßgebend. Bei Prüfungsaufträgen wird der Bericht, soweit nichts anderes vereinbart ist, schriftlich erstattet. Mündliche Erklärungen und Auskünfte von Mitarbeitern des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrages sind stets unverbindlich.

#### 6. Schutz des geistigen Eigentums des Wirtschaftsprüfers

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß die im Rahmen des Auftrages vom Wirtschaftsprüfer gefertigten Gutachten, Organisationspläne, Entwürfe, Zeichnungen, Aufstellungen und Berechnungen, insbesondere Massen- und Kostenberechnungen, nur für seine eigenen Zwecke verwendet werden.

#### 7. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Berichte, Gutachten und dgl.) an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, soweit sich nicht bereits aus dem Auftragsinhalt die Einwilligung zur Weitergabe an einen bestimmten Dritten ergibt.

Gegenüber einem Dritten haftet der Wirtschaftsprüfer (im Rahmen von Nr. 9) nur, wenn die Voraussetzungen des Satzes 1 gegeben sind.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers zu Werbezwecken ist unzulässig; ein Verstoß berechtigt den Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung aller noch nicht durchgeführten Aufträge des Auftraggebers.

#### 8. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen der Nacherfüllung kann er auch Herabsetzung der Vergütung oder Rückgängigmachung des Vertrages verlangen; ist der Auftrag von einem Kaufmann im Rahmen seines Handelsgewerbes, einer juristischen Person des öffentlichen Rechts oder von einem öffentlich-rechtlichen Sondervermögen erteilt worden, so kann der Auftraggeber die Rückgängigmachung des Vertrages nur verlangen, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

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

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

#### 9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Prüfungen gilt die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Haftung bei Fahrlässigkeit; Einzelner Schadensfall

Falls weder Abs. 1 eingreift noch eine Regelung im Einzelfall besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gem. § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt; dies gilt auch dann, wenn eine Haftung gegenüber einer anderen Person als dem Auftraggeber begründet sein sollte. 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. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(3) Ausschlußfristen

Ein Schadensersatzanspruch kann nur innerhalb einer Ausschlußfrist von einem Jahr geltend gemacht werden, nachdem der Anspruchsberechtigte von dem Schaden und von dem anspruchsbegründenden Ereignis Kenntnis erlangt hat, spätestens aber innerhalb von 5 Jahren nach dem anspruchsbegründenden Ereignis. Der Anspruch erlischt, wenn nicht innerhalb einer Frist von sechs Monaten seit der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt. Die Sätze 1 bis 3 gelten auch bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen mit gesetzlicher Haftungsbeschränkung.

## 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Eine nachträgliche Änderung oder Kürzung des durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschlusses oder Lageberichts bedarf, auch wenn eine Veröffentlichung nicht stattfindet, der schriftlichen Einwilligung des Wirtschaftsprüfers. Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

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

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

## 11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z. B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen und

c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlung, Verschmelzung, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen.

(6) 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 Vorsteuerabzuges wird nicht übernommen.

## 12. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze verpflichtet, über alle Tatsachen, die ihm im Zusammenhang mit seiner Tätigkeit für den Auftraggeber bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, gleichviel, ob es sich dabei um den Auftraggeber selbst oder dessen Geschäftsverbindungen handelt, es sei denn, daß der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer darf Berichte, Gutachten und sonstige schriftliche Äußerungen über die Ergebnisse seiner Tätigkeit Dritten nur mit Einwilligung des Auftraggebers aushändigen.

(3) Der Wirtschaftsprüfer ist befugt, ihm anvertraute personenbezogene Daten im Rahmen der Zweckbestimmung des Auftraggebers zu verarbeiten oder durch Dritte verarbeiten zu lassen.

## 13. Annahmeverzug und unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers

Kommt der Auftraggeber mit der Annahme der vom Wirtschaftsprüfer angebotenen Leistung in Verzug oder unterläßt der Auftraggeber eine ihm nach Nr. 3 oder sonstwie obliegende Mitwirkung, so ist der Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung des Vertrages berechtigt. Unberührt bleibt der Anspruch des Wirtschaftsprüfers auf Ersatz der ihm durch den Verzug oder die unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers entstandenen Mehraufwendungen sowie des verursachten Schadens, und zwar auch dann, wenn der Wirtschaftsprüfer von dem Kündigungsrecht keinen Gebrauch macht.

## 14. 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) Eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz ist nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

## 15. Aufbewahrung und Herausgabe von Unterlagen

(1) Der Wirtschaftsprüfer bewahrt die im Zusammenhang mit der Erledigung eines Auftrages ihm übergebenen und von ihm selbst angefertigten Unterlagen sowie den über den Auftrag geführten Schriftwechsel sieben Jahre auf.

(2) Nach Befriedigung seiner Ansprüche aus dem Auftrag hat der Wirtschaftsprüfer auf Verlangen des Auftraggebers alle Unterlagen herauszugeben, die er aus Anlaß seiner Tätigkeit für den Auftrag von diesem oder für diesen erhalten hat. Dies gilt jedoch nicht für den Schriftwechsel zwischen dem Wirtschaftsprüfer und seinem Auftraggeber und für die Schriftstücke, die dieser bereits in Urschrift oder Abschrift besitzt. Der Wirtschaftsprüfer kann von Unterlagen, die er an den Auftraggeber zurückgibt, Abschriften oder Fotokopien anfertigen und zurückbehalten.

## 16. Anzuwendendes Recht

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