

Gemeinsamer Bericht gemäß § 293 a Aktiengesetz

der Geschäftsführung der

boerse-stuttgart Holding GmbH

und

des Vorstands der

EUWAX Aktiengesellschaft

zum

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen

der boerse-stuttgart Holding GmbH

und der

EUWAX Aktiengesellschaft

Inhaltsverzeichnis

| | Seite |
|--|--------------|
| A. Ausgangssituation | 9 |
| I. Gruppe Börse Stuttgart | 10 |
| 1. <i>Überblick über die aktuelle Konzernstruktur</i> | 10 |
| 2. <i>Faktisches Konzernverhältnis</i> | 10 |
| II. Die abhängige Gesellschaft | 11 |
| 1. <i>Überblick über die EUWAX AG als abhängige Gesellschaft</i> | 11 |
| a) Kerngeschäft | 11 |
| b) Gesamtumsatz, Erlöse | 11 |
| 2. <i>Die EUWAX AG als abhängige Gesellschaft im Einzelnen</i> | 12 |
| a) Handelsregister und Sitz | 12 |
| b) Unternehmensgegenstand | 12 |
| c) Grundkapital, Anzahl der Aktien, genehmigtes und bedingtes Kapital | 12 |
| d) Vorstand, Aufsichtsrat | 13 |
| e) Aktionäre | 14 |
| f) Börsennotiz | 15 |
| g) Mitarbeiter, Arbeitnehmervertretung | 15 |
| 3. <i>Geschichte der EUWAX AG als abhängige Gesellschaft</i> | 16 |
| 4. <i>Konzernstruktur, wesentliche Beteiligungen der EUWAX AG als abhängige Gesellschaft</i> | 16 |
| a) T.I.Q.S. GmbH & Co. KG | 16 |
| b) T.I.Q.S. Verwaltungsgesellschaft mbH | 16 |
| c) Tradejet AG | 17 |
| d) eBAG Internet GmbH | 17 |

| | |
|--|----|
| 5. <i>Geschäftsfelder der EUWAX AG als abhängige Gesellschaft</i> | 17 |
| a) Aufsichtsrechtlicher Status | 17 |
| b) Operatives Geschäft | 18 |
| aa) QLP-Services, Skontrofführung und Vermittlungsgeschäft | 18 |
| (1) QLP (Quality-Liquidity-Provider) | 18 |
| (2) Skontrofführung | 18 |
| (3) Konzentration auf den Börsenstandort | 19 |
| bb) Eigenhandel, Venture Capital und Beteiligungen | 19 |
| cc) Corporate Items | 19 |
| 6. <i>Mitarbeiter</i> | 19 |
| 7. <i>Geschäftliche Entwicklung des Konzerns der EUWAX AG innerhalb der vergangenen drei Jahre</i> | 20 |
| a) Einnahmen | 20 |
| b) Ergebnis | 20 |
| c) Aufwendungen auf Konzernebene | 20 |
| d) Kapitalstruktur | 21 |
| III. Die Obergesellschaft - Die boerse-stuttgart Holding GmbH | 21 |
| 1. <i>Überblick über die boerse-stuttgart Holding GmbH als Obergesellschaft</i> | 21 |
| 2. <i>Die boerse-stuttgart Holding GmbH als Obergesellschaft im Einzelnen</i> | 22 |
| a) Handelsregister und Sitz | 22 |
| b) Unternehmensgegenstand | 22 |
| c) Kapital | 22 |
| d) Geschäftsführer | 23 |
| e) Gesellschafter | 23 |
| f) Mitarbeiter, Arbeitnehmervertretung | 23 |
| 3. <i>Die Vereinigung als Alleingesellschafter der boerse-stuttgart Holding GmbH</i> | 23 |
| a) Vereinsregister und Sitz | 23 |
| b) Vereinszweck, Tätigkeiten, Mittel | 23 |
| aa) Vereinszweck | 23 |
| bb) Tätigkeiten der Vereinigung | 24 |
| cc) Mittel des Vereins | 25 |

| | |
|---|-----------|
| c) Vorstand, Präsidialausschuss, Kuratorium | 25 |
| d) Vereinsmitglieder | 26 |
| e) Mitarbeiter | 26 |
| f) Erwerb und Entwicklung der ursprünglichen Beteiligung von Vereinigung an EUWAX AG | 26 |
| g) Beteiligungs- und Ergebnisentwicklung der Vereinigung | 26 |
| | |
| IV. Wettbewerbliches und rechtliches Umfeld, strategische Ausrichtung der Gruppe Börse Stuttgart | 27 |
| | |
| 1. <i>Herausforderungen durch das Wettbewerbsumfeld</i> | 27 |
| a) Konsolidierung der deutschen Börsenlandschaft | 27 |
| b) Nachholeffekt im internationalen Handel mit verbrieften Derivaten | 27 |
| c) Wettbewerb zwischen börslichem und außerbörslichem Wertpapierhandel | 28 |
| d) Übermacht des Frankfurter Börsenplatzes | 28 |
| | |
| 2. <i>Veränderung der rechtlichen Rahmenbedingungen für den Wertpapierhandel</i> | 29 |
| a) Wettbewerb um Skontren infolge des Auslaufens des gesetzlichen Bestandsschutzes für Skontroführer | 29 |
| b) Umstellung des Handels an der BW-Börse auf den elektronischen Handel | 29 |
| c) Umsetzung der europäischen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) | 30 |
| | |
| 3. <i>Die unternehmerischen Ziele im Einzelnen</i> | 30 |
| a) Aufbau einer integrierten Konzernstruktur, die der Aufgaben- verteilung am Börsenplatz organisatorisch Rechnung trägt | 30 |
| b) Einheitliche Ausrichtung der für den Betrieb der BW-Börse verantwortlichen Gruppengesellschaften | 32 |
| c) Integration durch Koordinierung | 33 |
| d) Schaffung von Kompetenzbereichen | 33 |
| e) Steigerung der Kosteneffizienz | 34 |
| f) Erhöhung der Finanz- und Innovationskraft der Gruppe Börse Stuttgart | 34 |
| g) Beibehaltung der rechtlichen Selbständigkeit | 35 |

| | |
|---|----|
| B. Rechtliche und wirtschaftliche Gründe für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags | 35 |
| I. Effiziente Koordinierung und Umsetzung unternehmerischer Entscheidungen als Grund für den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags | 35 |
| 1. <i>Nachteile im faktischen Konzern</i> | 35 |
| a) Kein Weisungsrecht | 36 |
| b) Einzelausgleichspflicht | 36 |
| 2. <i>Vorteile des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags</i> | 37 |
| a) Umsetzung des Konzerninteresses | 37 |
| b) Belange der außenstehenden Aktionäre und Gläubiger | 38 |
| II. Vertragliche Ausgestaltung | 38 |
| 1. <i>Zu beachtende Rahmenbedingungen</i> | 38 |
| 2. <i>Alternativen zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag</i> | 39 |
| a) Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der EUWAX AG und der Vereinigung | 39 |
| b) Verschmelzung der EUWAX AG auf die boerse-stuttgart AG oder die Vereinigung | 40 |
| c) Einbringung des Geschäftsbetriebs der EUWAX AG in die boerse-stuttgart AG oder die boerse-stuttgart Holding GmbH | 40 |
| d) Einbringung von Anteilen an der EUWAX AG in die boerse-stuttgart AG | 41 |
| e) Eingliederung der EUWAX AG in die boerse-stuttgart Holding GmbH | 41 |
| f) Ausschluss der Minderheitsaktionäre | 41 |
| g) Abschluss eines (isolierten) Gewinnabführungsvertrags anstelle des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags | 42 |
| h) Abschluss eines (isolierten) Beherrschungsvertrags anstelle des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags | 42 |
| i) Weiterer Erwerb von Aktien der EUWAX AG durch die boerse-stuttgart Holding GmbH oder die Vereinigung | 42 |

| | |
|--|----|
| C. Erläuterung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags | 43 |
| I. Die Vertragsbestimmungen | 43 |
| 1. <i>Unternehmerische Leitung</i> | 43 |
| 2. <i>Informationsrechte</i> | 45 |
| 3. <i>Gewinnabführung</i> | 45 |
| 4. <i>Verlustübernahme</i> | 48 |
| 5. <i>Ausgleich</i> | 49 |
| 6. <i>Abfindung</i> | 51 |
| 7. <i>Geschäftsjahr 2007</i> | 53 |
| 8. <i>Weitere Vertragsbestimmungen</i> | 53 |
| a) <i>Wirksamkeitsvoraussetzungen</i> | 54 |
| b) <i>Vertragsdauer und Kündigung</i> | 55 |
| c) <i>Schlussbestimmung</i> | 56 |
| II. Auswirkungen auf die Aktionäre der EUWAX AG | 56 |
| 1. <i>Keine Auswirkung auf die Beteiligungsquote</i> | 56 |
| 2. <i>Keine Einschränkung des Stimmrechts</i> | 56 |
| 3. <i>Ausgleichs- statt Dividendenanspruch</i> | 57 |
| 4. <i>Kein Wegfall der Börsennotierung</i> | 57 |
| 5. <i>Steuerliche Auswirkungen für die außenstehenden Aktionäre der EUWAX AG</i> | 57 |

| | |
|---|---|
| D. Erläuterung des Ausgleichs- und Abfindungsanspruchs | 58 |
| I. Ausgleichsanspruch | 58 |
| 1. <i>Arten des Ausgleichsanspruchs</i> | 58 |
| a) Fester Ausgleich | 58 |
| b) Variabler Ausgleich | 59 |
| 2. <i>Bemessungsgrundlage für den Ausgleichsanspruch</i> | 59 |
| 3. <i>Höhe des Ausgleichsanspruchs</i> | 59 |
| 4. <i>Absicherung des Ausgleichsanspruchs</i> | 60 |
| II. Abfindungsanspruch | 61 |
| 1. <i>Alternative zum Ausgleichsanspruch</i> | 61 |
| 2. <i>Arten des Abfindungsanspruchs</i> | 62 |
| 3. <i>Höhe der Barabfindung</i> | 62 |
| E. Vertragsprüfung | 62 |
| | |
| Anlage | Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung und der angemessenen Ausgleichszahlung im Rahmen der §§ 304 und 305 AktG zum 29. Juni 2007 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|-----------------------------------|---|
| <i>Abs.</i> | <i>Absatz</i> |
| <i>AktG</i> | <i>Aktiengesetz</i> |
| <i>AR</i> | <i>Aufsichtsrat</i> |
| <i>BaFin</i> | <i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i> |
| <i>BörsG</i> | <i>Börsengesetz</i> |
| <i>BW-Börse</i> | <i>Baden-Württembergische Wertpapierbörse</i> |
| <i>CHF</i> | <i>Schweizer Franken</i> |
| <i>EUR</i> | <i>Euro</i> |
| <i>ff.</i> | <i>fortfolgende</i> |
| <i>Gutachtliche Stellungnahme</i> | <i>Gutachtliche Stellungnahme von KPMG zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung und der angemessenen Ausgleichszahlung der §§ 304 und 305 AktG zum 29. Juni 2007 vom 11. Mai 2007</i> |
| <i>HGB</i> | <i>Handelsgesetzbuch</i> |
| <i>i. W.</i> | <i>in Worten</i> |
| <i>KPMG</i> | <i>KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft</i> |
| <i>KWG</i> | <i>Gesetz über das Kreditwesen</i> |
| <i>Mio.</i> | <i>Million</i> |
| <i>QLP</i> | <i>Quality-Liquidity-Provider im Sinne des § 71 der Börsenordnung der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse</i> |
| <i>u. a.</i> | <i>unter anderem</i> |
| <i>WpHG</i> | <i>Wertpapierhandelsgesetz</i> |

A. Ausgangssituation

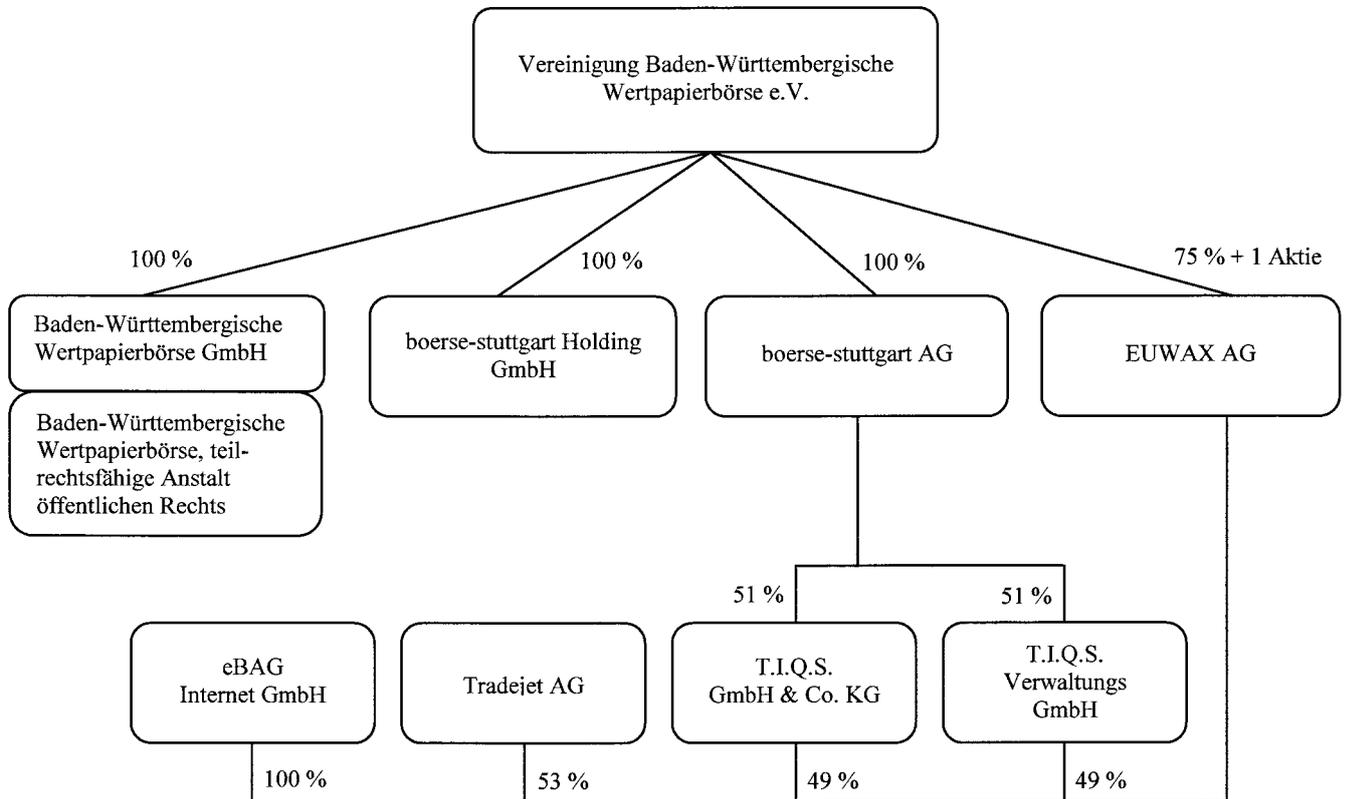
Seit dem Jahr 2003 zählt die EUWAX Aktiengesellschaft („EUWAX AG“) als Finanzdienstleistungsinstitut zu der als Gruppe Börse Stuttgart bezeichneten Gruppe von Unternehmen, die unter dem Dach der Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e.V. („Vereinigung“) Leistungen im Zusammenhang mit der Trägerschaft und dem Betrieb der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse („BW-Börse“) erbringen. Bei der BW-Börse handelt es sich um eine von derzeit sieben deutschen Wertpapierbörsen. Die EUWAX AG ist seit ihrer Gründung – ebenso wie ihre Vorgängergesellschaften – an der BW-Börse als so genannte Maklergesellschaft tätig. Derzeit ist sie einziger Quality-Liquidity-Provider („QLP“) im elektronischen Handel an der BW-Börse und zudem als einer von zwei Skontroführern an der BW-Börse zugelassen. Als QLP unterstützt die EUWAX AG seit dem 01.01.2007 durch Liquiditätsspenden und Qualitätskontrollen den elektronischen Handel mit verbrieften Derivaten an der BW-Börse. Als Skontroführer betreut die EUWAX AG die an der BW-Börse im Präsenzhandel gehandelten Anleihen, Fondsanteile und inländischen Aktien. Voraussichtlich zum 01.07.2007 wird die BW-Börse den Handel in Anleihen, Fondsanteilen und inländischen Aktien ebenfalls auf den elektronischen Handel umstellen. Damit wird die Tätigkeit der EUWAX AG als Skontroführer enden. Voraussichtlich wird die EUWAX AG in den genannten Wertpapiersegmenten den elektronischen Handel – wie bereits im Bereich der verbrieften Derivate – dann als alleiniger QLP unterstützen.

Die Entwicklung der EUWAX AG in den vergangenen Jahren war eng verknüpft mit der Entwicklung der BW-Börse. Beide haben dabei von der erfolgreichen Entwicklung des Handels mit verbrieften Derivaten profitiert. Die BW-Börse verfügt mit ihrem Spezialsegment EUWAX über die europaweit bedeutendste börsliche Handelsplattform für verbriefte Derivate. Im Jahr 2006 hat die deutliche Zunahme im Handel mit verbrieften Derivaten insgesamt nicht nur für die BW-Börse (gemessen an der Anzahl und dem Gesamtvolumen der an ihr ausgeführten Orders), sondern auch für die EUWAX AG für einen erfolgreichen Geschäftsverlauf gesorgt.

Durch ihre ausschließliche Hinwendung im börslichen Wertpapierhandel auf die BW-Börse wird die Entwicklung der EUWAX AG auch weiterhin eng mit der Entwicklung der BW-Börse verknüpft sein. Die deutschen Wertpapierbörsen befinden sich bereits seit mehreren Jahren in einer Konsolidierung, die noch nicht abgeschlossen ist. Diese Konsolidierung ist zum einen Folge der im internationalen Vergleich hohen Anzahl an Börsenplätzen in der Bundesrepublik Deutschland. Zum anderen korrespondiert sie mit der auch im internationalen Kontext stattfindenden Konsolidierung, die in den europäischen und transatlantischen Zusammenschlüssen von Börsen zum Ausdruck kommt.

I. Gruppe Börse Stuttgart

1. Überblick über die aktuelle Konzernstruktur



2. Faktisches Konzernverhältnis

Die Vereinigung mit Sitz in Stuttgart ist alleiniger Gesellschafter der boerse-stuttgart Holding GmbH. Die Vereinigung hält ferner die Satzungsmehrheit in Höhe von 75% + 1 Aktie, insgesamt 3.862.501 Stückaktien, am Grundkapital der EUWAX AG. Darüber hinaus hält die Vereinigung sämtliche Aktien der boerse-stuttgart AG sowie sämtliche Geschäftsanteile der Baden-Württembergische Wertpapierbörse GmbH. Zwischen den Gesellschaften der Gruppe Börse Stuttgart, insbesondere zwischen der Vereinigung, der boerse-stuttgart Holding GmbH, der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG bestehen derzeit – von dem bereits unterzeichneten, jedoch noch nicht wirksamen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, der Gegenstand dieses Berichts ist, abgesehen – weder Beherrschungs- noch Gewinnabführungsverträge.

Zum bislang vorliegenden faktischen Konzern der Vereinigung gehören neben den genannten Tochtergesellschaften auch die nachfolgend aufgeführten Beteiligungsgesellschaften der beiden Gesellschaften boerse-stuttgart AG und EUWAX AG:

- T.I.Q.S. Verwaltungs GmbH mit Sitz in Stuttgart (Gesellschafter: boerse-stuttgart AG mit 51 % und EUWAX AG mit 49 % des Stammkapitals)
- T.I.Q.S. GmbH & Co. KG mit Sitz in Stuttgart (Komplementärin: T.I.Q.S. Verwaltungs GmbH (ohne (Kapital-)Einlage); Kommanditisten: boerse-stuttgart AG mit 51 % und EUWAX AG mit 49 % des Kommanditkapitals)
- Tradejet AG mit Sitz in Zürich (Aktionär: EUWAX AG mit 53 % des Aktienkapitals)
- eBAG Internet GmbH mit Sitz in Stuttgart (Gesellschafter: EUWAX AG mit 100 % des Stammkapitals)

II. Die abhängige Gesellschaft

1. Überblick über die EUWAX AG als abhängige Gesellschaft

a) Kerngeschäft

Kerngeschäft der EUWAX AG ist die Erbringung von QLP-Dienstleistungen für verbriefte Derivate an der BW-Börse (Optionsscheine, Zertifikate, Aktienanleihen) sowie die Skontroführung für inländische Aktien, Fondsanteile und Anleihen an der BW-Börse.

b) Gesamtumsatz, Erlöse

Das Gesamtergebnis vor Steuern des Konzerns der EUWAX AG nach IFRS hat sich von 2004 bis 2006 um 21 % verbessert. Zwar erzielte der Konzern der EUWAX AG 2005 ein schlechteres Ergebnis vor Steuern als in 2004 (- 3 %), doch wurde in 2006 ein Anstieg im Vergleich zum Vorjahr verbucht (+ 24 % auf TEUR 33.644).

2. Die EUWAX AG als abhängige Gesellschaft im Einzelnen

a) Handelsregister und Sitz

Die EUWAX AG ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 19972 eingetragen. Sitz der EUWAX AG ist Stuttgart. Die Geschäftsadresse der EUWAX AG lautet: Börsenstraße 4, 70174 Stuttgart.

b) Unternehmensgegenstand

Unternehmensgegenstand der EUWAX AG ist das Betreiben von börslichen und außerbörslichen Wertpapiergeschäften einschließlich aller damit in Zusammenhang stehender Tätigkeiten sowie von Terminhandelsgeschäften. Gegenstand des Unternehmens ist auch die Emissionsberatung, die Softwareerstellung und -vermarktung sowie die Informationsbeschaffung und -vermarktung. Die Gesellschaft kann alle Geschäfte betreiben und Maßnahmen treffen, die geeignet sind, dem Gesellschaftszweck mittelbar oder unmittelbar zu dienen. Sie ist berechtigt, Tochtergesellschaften zu gründen und sich an anderen Gesellschaften zu beteiligen, deren Unternehmensgegenstand nicht mit dem der Gesellschaft identisch ist.

c) Grundkapital, Anzahl der Aktien, genehmigtes und bedingtes Kapital

Das Grundkapital der EUWAX AG beträgt EUR 5.150.000,00 (i.W.: fünf Millionen einhundertfünzigtausend Euro). Es ist eingeteilt in 5.150.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien ohne Nennbetrag. Auf jede Stückaktie entfällt ein anteiliger Betrag des Grundkapitals von EUR 1,00.

Darüber hinaus ist das Grundkapital der EUWAX AG zur Bedienung von Bezugsrechten aus Optionsschuldverschreibungen um bis zu EUR 515.000,00, eingeteilt in bis zu 515.000 Inhaberstückaktien ohne Nennbetrag, bedingt erhöht.

Ferner verfügt die EUWAX AG über genehmigtes Kapital.

Zum einen ist der Vorstand der EUWAX AG ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital in der Zeit bis zum 16.07.2009 durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bareinlagen oder gegen Sacheinlagen einmalig oder mehrmals, insgesamt jedoch um höchstens EUR 1.750.000,00 zu erhöhen. Diese Ermächtigung des Vorstands erfolgte durch die Hauptver-

sammlung am 16.07.2004. Erfolgt die Kapitalerhöhung dabei gegen Sacheinlagen zum Zwecke des Erwerbs von Unternehmen, von Beteiligungen an Unternehmen oder zum Zwecke der Ausgabe von Aktien an Arbeitnehmer der EUWAX AG, ist der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats ermächtigt, das Bezugsrecht auszuschließen. Zum 31.12.2006 betrug dieses genehmigte Kapital EUR 1.750.000,00.

Zum anderen wurde der Vorstand der EUWAX AG in der Hauptversammlung vom 30.06.2005 ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Gesellschaft in der Zeit bis zum 29.06.2010 durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen einmalig oder in mehreren Teilbeträgen um bis zu EUR 825.000,00 zu erhöhen. Erfolgt diese Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen zum Zwecke des Erwerbs von Unternehmen, von Beteiligungen an Unternehmen oder zum Zwecke der Ausgabe von Aktien an Arbeitnehmer der EUWAX AG, ist der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats wiederum ermächtigt, das Bezugsrecht auszuschließen. Zum 31.12.2006 betrug dieses genehmigte Kapital EUR 825.000,00.

d) Vorstand, Aufsichtsrat

Dem Vorstand der EUWAX AG gehören an:

- Herr Harald Schnabel (Vorsitzender)
- Herr Thomas Krotz
- Herr Ralf Nachbauer
- Herr Thomas Rosenmayer
- Herr Ralph Danielski

Dem Aufsichtsrat der EUWAX AG gehören an:

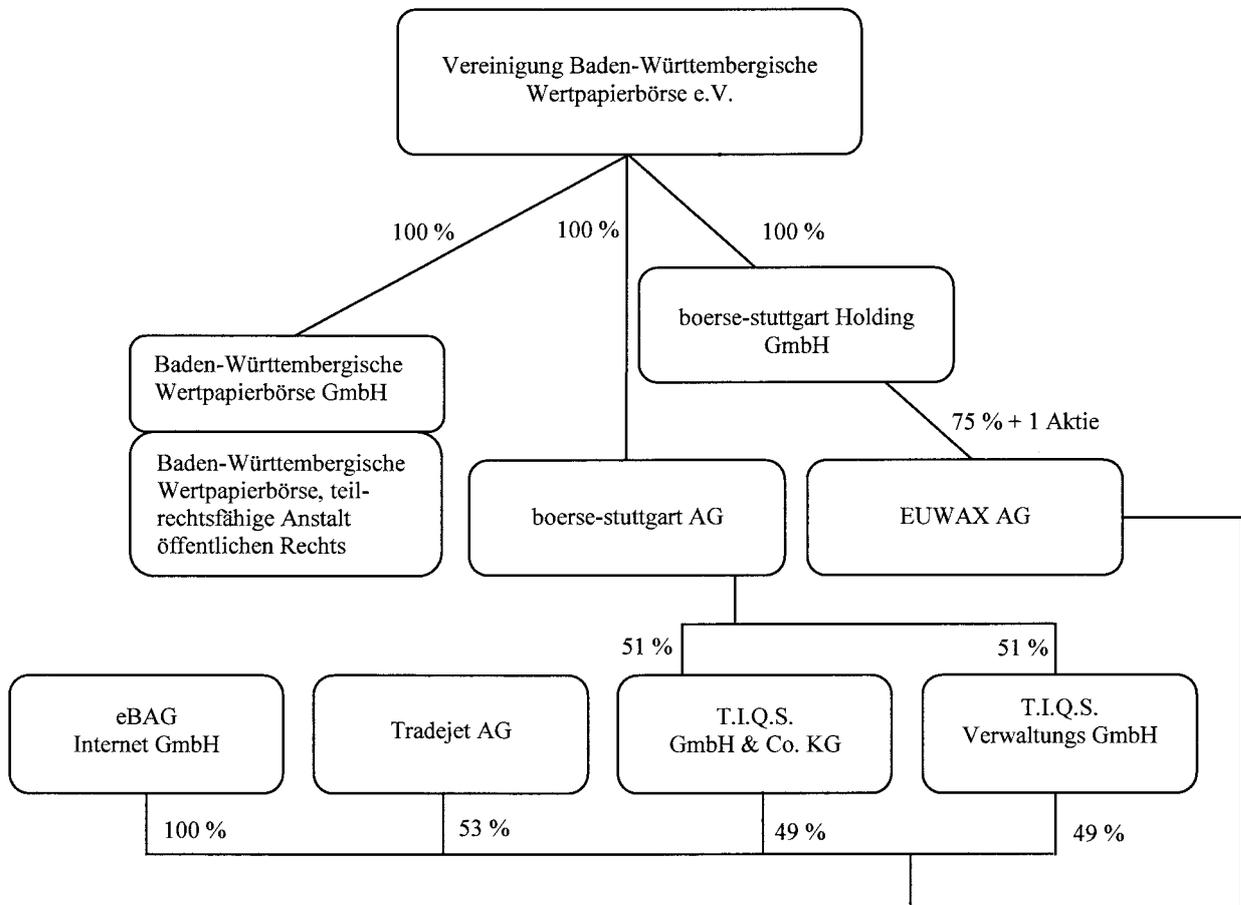
- Herr Holger P. Härter (Vorsitzender)
- Herr Dr. Jan Wittig (stellvertretender Vorsitzender)
- Herr Hans-Peter Bruker
- Herr Henning R. Engmann
- Herr Herbert Heim
- Herr Thomas Munz

e) Aktionäre

Derzeit hält die Vereinigung 3.862.501 Aktien der EUWAX AG. Dies entspricht 75 % plus eine Aktie des Grundkapitals der EUWAX AG. Herr Hans-Peter Bruker hält 377.551 Aktien der EUWAX AG. Dies entspricht 7,3 % des Grundkapitals der EUWAX AG. Somit befinden sich insgesamt etwa 82,3 % des Grundkapitals in Festbesitz, wobei Festbesitz mit einer Beteiligungsquote von mehr als fünf Prozent je Anteilsinhaber definiert ist. Die übrigen 909.948 Aktien, was etwa 17,7 % des Grundkapitals der EUWAX AG entspricht, befinden sich in Streubesitz.

Die Vereinigung beabsichtigt, ihre Aktien an der EUWAX AG – nach Ausschüttung der Dividende für das Geschäftsjahr 2006 durch die EUWAX AG und noch vor dem Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG – im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in die boerse-stuttgart Holding GmbH einzubringen. Somit wird zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG die boerse-stuttgart Holding GmbH 75 % plus eine Aktie des Grundkapitals der EUWAX AG halten.

Die gesellschaftsrechtliche Struktur der Gruppe Börse Stuttgart wird sich zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG wie folgt darstellen:



f) Börsennotiz

Die Aktie der EUWAX AG ist an der BW-Börse (Heimatbörse) und der Börse München zum Handel im amtlichen Markt zugelassen (ISIN: DE0005660104, WKN: 566010). Zudem ist die Aktie der EUWAX AG an den Börsen Berlin-Bremen, Düsseldorf, Frankfurt sowie Hamburg in den Handel im Freiverkehr einbezogen und wird auf XETRA®, dem elektronischen Handelssystem der Frankfurter Wertpapierbörse, gehandelt.

g) Mitarbeiter, Arbeitnehmervertretung

Im Geschäftsjahr 2006 waren durchschnittlich 110 Mitarbeiter bei der EUWAX AG beschäftigt.

3. *Geschichte der EUWAX AG als abhängige Gesellschaft*

Die EUWAX AG entstand, zunächst unter der Firma EUWAX Broker AG, im Februar 1999 durch Umwandlung aus der Bruker Wertpapierhandelsgesellschaft mbH. Diese Gesellschaft hatte im Jahr 1996 die Geschäfte des Kursmaklers Hans-Peter Bruker übernommen. Im Mai 2000 wurde die EUWAX Broker AG erstmals an einer Wertpapierbörse notiert. Im Jahr 2002 erfolgte die Verschmelzung mit der SWG Wertpapierhandels AG und im Jahr 2003 die Umfirmierung der EUWAX Broker AG in EUWAX AG. Dadurch wurde dem veränderten Leistungsspektrum Rechnung getragen, nachdem der Wandel vom klassischen Broker hin zum Entwickler und Anbieter von Dienstleistungen rund um den Handel mit Wertpapieren vollzogen worden war.

4. *Konzernstruktur, wesentliche Beteiligungen der EUWAX AG als abhängige Gesellschaft*

a) T.I.Q.S. GmbH & Co. KG

Die T.I.Q.S. GmbH & Co. KG ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRA 13423 eingetragen. Sitz der T.I.Q.S. GmbH & Co. KG ist Stuttgart. Die Geschäftsadresse lautet: Börsenstraße 4, 70174 Stuttgart. Gesellschaftszweck ist die Entwicklung, die Vermarktung, der Betrieb und die Fortentwicklung von weltweit führenden Plattformen für den börslichen und außerbörslichen Handel von Instrumenten und Produkten des Kapitalmarkts. T.I.Q.S. steht für Trading Information and Quote System, welches von der T.I.Q.S. GmbH & Co. KG entwickelt wurde und betrieben wird. Im Geschäftsjahr 2006 waren durchschnittlich 4 Mitarbeiter bei der T.I.Q.S. GmbH & Co. KG beschäftigt.

Kommanditisten der T.I.Q.S. GmbH & Co. KG sind die EUWAX AG mit einer Beteiligung in Höhe von 49 % und die boerse-stuttgart AG mit einer Beteiligung in Höhe von 51 % des Kommanditkapitals.

b) T.I.Q.S. Verwaltungsgesellschaft mbH

Alleinige persönlich haftende Gesellschafterin der T.I.Q.S. GmbH & Co. KG ist die T.I.Q.S. Verwaltungsgesellschaft mbH. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 22799 eingetragen. Sitz der T.I.Q.S. Verwaltungsgesellschaft mbH ist Stuttgart. Ihre Geschäftsadresse lautet: Börsenstraße 4, 70174 Stuttgart. Unternehmensgegenstand ist die

Übernahme und Verwaltung der Beteiligung als geschäftsführungsbefugte, persönlich haftende Gesellschafterin und alleinige Komplementärin an der T.I.Q.S. GmbH & Co. KG. Die T.I.Q.S. Verwaltungsgesellschaft mbH beschäftigt keine eigenen Arbeitnehmer.

c) Tradejet AG

Die Tradejet AG ist eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht. Sitz der Tradejet AG ist Zürich. Die Geschäftsadresse lautet: Uetlibergstraße 132, 8045 Zürich, Schweiz. Die Tradejet AG verfügt über ein Aktienkapital in Höhe von CHF 6.400.000,00. Der Unternehmensgegenstand der Tradejet AG umfasst den Betrieb einer elektronischen Plattform für die Entgegennahme und Weiterleitung von Börsenaufträgen sowie die Erbringung weiterer Dienstleistungen im Finanzbereich. Die EUWAX AG ist in Höhe von 53 % des Aktienkapitals an der Tradejet AG beteiligt. Im Geschäftsjahr 2006 waren durchschnittlich zehn Mitarbeiter bei der Tradejet AG beschäftigt.

d) eBAG Internet GmbH

Die eBAG Internet GmbH ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 21122 eingetragen. Sitz der eBAG Internet GmbH ist Stuttgart. Die Geschäftsadresse lautet: Börsenstraße 4, 70174 Stuttgart. Unternehmensgegenstand ist das Erbringen von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen für Unternehmen und Privatpersonen. Die eBAG Internet GmbH unterhält derzeit keinen eigenen Geschäftsbetrieb. Die EUWAX AG ist Alleingesellschafterin der eBAG Internet GmbH. Im Geschäftsjahr 2006 beschäftigte die eBAG Internet GmbH keine eigenen Mitarbeiter.

5. *Geschäftsfelder der EUWAX AG als abhängige Gesellschaft*

a) Aufsichtlicher Status

Die EUWAX AG ist ein Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne von § 1 Abs. 1 a Satz 1 KWG. Ihr wurden folgende Erlaubnisse nach § 32 KWG durch die BaFin erteilt:

- Anlagevermittlung (gem. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG)
- Abschlussvermittlung (gem. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 2 KWG)
- Eigenhandel (gem. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG)

Aus diesem Grund handelt es sich bei den Mitgliedern des Vorstands der EUWAX AG um die Geschäftsleiter eines Finanzdienstleistungsinstituts im Sinne von § 1 Abs. 2 Satz 1 KWG.

b) Operatives Geschäft

Das operative Geschäft der EUWAX AG umfasst folgende Geschäftsfelder:

- QLP-Services, Skontrofführung und Vermittlungsgeschäft,
- Eigenhandel, Venture Capital und Beteiligungen sowie
- Corporate Items (insbesondere Softwareerstellung).

aa) QLP-Services, Skontrofführung und Vermittlungsgeschäft

(1) QLP (Quality-Liquidity-Provider)

Zum 01.01.2007 hat die BW-Börse den Handel mit verbrieften Derivaten vom Präsenzhandel (= Preisfeststellung durch Skontrofführer) auf einen elektronischen Handel im Sinne von § 25 BörsG umgestellt. Damit endete die Tätigkeit der EUWAX AG als Skontrofführer in diesem Bereich des Handels an der BW-Börse. Im elektronischen Derivatehandel ist die EUWAX AG seither im Auftrag der boerse-stuttgart AG als QLP tätig. Die boerse-stuttgart AG fungiert als Börsenbetriebsgesellschaft für die BW-Börse.

(2) Skontrofführung

Die Skontrofführung war traditionell der operative und strategische Mittelpunkt der EUWAX AG. Die EUWAX AG ist ausschließlich an der BW-Börse als Skontrofführer zugelassen. Ihr sind die Skontren der Wertpapiersegmente inländische Aktien, Anleihen und Fondsanteile zugeteilt. Die BW-Börse beabsichtigt, den Handel in den drei genannten Wertpapiersegmenten zum 01.07.2007 ebenfalls auf den elektronischen Handel umzustellen. Die Vorbereitungen hierfür sind bereits weit fortgeschritten. Die Umstellung auf den elektronischen Handel steht unter dem Vorbehalt, dass die zuständigen Börsenorgane, insbesondere der Börsenrat der BW-Börse, sowie die für die BW-Börse zu-

ständige Börsenaufsichtsbehörde, das Wirtschaftsministerium Baden-Württemberg, den dazu erforderlichen Änderungen im Regelwerk der BW-Börse zustimmen. Eine Beschlussfassung des Börsenrats hierüber ist für den 21.06.2007 vorgesehen.

(3) Konzentration auf den Börsenstandort

Mit ihrer Tätigkeit als Skontroführer und der Tätigkeit als QLP konzentriert sich die EUWAX AG ausschließlich auf die BW-Börse und damit den Börsenplatz Stuttgart. Sie ist an keiner weiteren Wertpapierbörse tätig.

bb) Eigenhandel, Venture Capital und Beteiligungen

Die EUWAX AG ist ferner im Eigenhandel, das heißt im Wertpapierhandel auf eigene Rechnung, operativ tätig. Darüber hinaus werden in diesem Geschäftsfeld die operativen Ergebnisse und Bilanzbewegungen der verbundenen Unternehmen Tradejet AG und eBAG Internet GmbH sowie der assoziierten Unternehmen T.I.Q.S. GmbH & Co. KG und T.I.Q.S. Verwaltungs GmbH erfasst.

cc) Corporate Items

Der Bereich „Corporate Items“ umfasst die zentralen Unternehmensbereiche Informationstechnologie, Backoffice, Strategie, Finanzen und Personal der EUWAX AG.

In dem Unternehmensbereich Informationstechnologie wird insbesondere Software zur Handelsunterstützung in der Gruppe Börse Stuttgart entwickelt, derzeit aber nicht vermarktet.

6. *Mitarbeiter*

Die durchschnittliche Mitarbeiterzahl der EUWAX AG erhöhte sich von 106 im Jahr 2004 auf 110 im Jahr 2006. Auf der Ebene des gesamten Konzerns der EUWAX AG erhöhte sich die durchschnittliche Mitarbeiterzahl auf 124, was auf die Aufnahme des Geschäftsbetriebs der Tradejet AG und einer damit einhergehenden Verdoppelung der durchschnittlichen Mitarbeiterzahl bei dieser von fünf Beschäftigten im Jahr 2004 auf zehn Beschäftigte im Jahr 2006 zu-

rückzuführen ist. Eine Arbeitnehmervertretung besteht bei der EUWAX AG oder anderen Gesellschaften des Konzerns der EUWAX AG nicht.

7. *Geschäftliche Entwicklung des Konzerns der EUWAX AG innerhalb der vergangenen drei Jahre*

a) Einnahmen

Bis Ende 2006 erzielte die EUWAX AG Einnahmen in Form von der von den Handelsteilnehmern zu entrichtenden Courtage. Der Anteil dieser Courtage an den Gesamterträgen betrug in 2006, bezogen auf den gesamten Konzern der EUWAX AG, rund 61 %.

Seit dem 01.01.2007 erzielt die EUWAX AG im Rahmen ihrer Tätigkeit als QLP zudem Einnahmen in Form der QLP-Vergütung, die sie für ihre Tätigkeit von der boerse-stuttgart AG als Börsenbetriebsgesellschaft der BW-Börse erhält und die mittelbar auf der Grundlage des Volumens der im elektronischen Handel mit verbrieften Derivaten ausgeführten Orders berechnet wird.

Neben der Courtage und der QLP-Vergütung erzielt die EUWAX AG Einnahmen aus eventuellen Kursdifferenzen sowohl im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit als Skontroführer als auch im Zusammenhang mit der Liquiditätsspende als QLP, wobei die Bedeutung des Handelsergebnisses für den Konzern der EUWAX AG rückläufig ist.

b) Ergebnis

Das Ergebnis vor Steuern hat sich von 2004 bis 2006 um 21 % verbessert. Zwar erzielte der Konzern der EUWAX AG 2005 ein schlechteres Ergebnis vor Steuern als in 2004 (- 3 %), doch wurde in 2006 ein Anstieg im Vergleich zum Vorjahr verbucht (+ 24 % auf TEUR 33.644).

c) Aufwendungen auf Konzernebene

Die steigenden Anforderungen an das Geschäftsmodell des Konzerns der EUWAX AG und die gute operative Entwicklung haben einen erheblichen Anstieg des Aufwandsniveaus zur Folge gehabt. Die Aufwendungen (ohne Steuern) erhöhten sich von 2004 bis 2006 von EUR 24,5 Mio. auf EUR 35,0 Mio. (+ 42%).

d) Kapitalstruktur

| EUWAX Konzern | 2002 | 2003 | Veränderung | 2004 | Veränderung | 2005 | Veränderung | 2006 | Veränderung | |
|---|--------|--------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|---------|-------------|---------|
| | TE / % | TE / % | | TE / % | | TE / % | | TE / % | absolut | relativ |
| Umlaufvermögen | 45.781 | 58.356 | 27% | 71.601 | 23% | 79.816 | 11% | 95.142 | 15.326 | 19% |
| Umlaufintensität (Umlaufvermögen / Bilanzsumme) | 88% | 93% | 6% | 95% | 2% | 96% | 1% | 95% | -1% | -1% |
| Anlagevermögen* | 6.308 | 4.196 | -33% | 3.494 | -17% | 3.285 | -6% | 4.973 | 1.688 | 51% |
| Anlagenintensität (Anlagevermögen / Bilanzsumme) | 12% | 7% | -45% | 5% | -31% | 4% | -15% | 5% | 1.0% | 26% |
| Bilanzsumme | 52.089 | 62.551 | 20% | 75.095 | 20% | 83.101 | 11% | 100.115 | 17.014 | 20% |
| Fremdkapital | 6.308 | 9.479 | 50% | 11.027 | 16% | 9.924 | -10% | 12.627 | 2.703 | 27% |
| Fremdkapitalquote | 12% | 15% | 25% | 15% | -3% | 12% | -19% | 13% | 1% | 6% |
| Eigenkapital | 45.781 | 53.072 | 16% | 64.067 | 21% | 73.177 | 14% | 87.488 | 14.311 | 20% |
| Eigenkapitalquote | 88% | 85% | -3% | 85% | 1% | 88% | 3% | 87% | -1% | -1% |
| Cashquote (Bares + kurzfristige Forderungen an Kreditinstitute) / Bilanzsumme | 76% | 78% | 3% | 72% | -8% | 80% | 10% | 85% | 5% | 7% |
| Anteil des Wertpapierbestands an der Bilanzsumme | 15% | 19% | 27% | 22% | 16% | 16% | -28% | 9% | -7% | -45% |
| Verschuldungsgrad | 14% | 16% | 30% | 17% | -4% | 14% | -21% | 14% | 1% | 6% |
| Rücklagenquote | 79% | 79% | 1% | 85% | -18% | 72% | 10% | 72% | 0% | 0% |

* Anlagevermögen = Finanzanlagen + Sachanlagen + immaterielle Vermögensgegenstände

III. Die Obergesellschaft - Die boerse-stuttgart Holding GmbH

1. Überblick über die boerse-stuttgart Holding GmbH als Obergesellschaft

Die boerse-stuttgart Holding GmbH wurde im März 2007 durch die Vereinigung als reine Holdinggesellschaft gegründet. Die boerse-stuttgart Holding GmbH wird der Vereinigung zur operativen Bündelung ihrer Beteiligungen an der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG als den – im weitesten Sinne – mit dem technischen Betrieb der BW-Börse befassten Beteiligungsgesellschaften dienen. Dazu beabsichtigt die Vereinigung, ihren gesamten Bestand an Aktien an der EUWAX AG im Zuge einer Sachkapitalerhöhung in die boerse-stuttgart Holding GmbH einzubringen. Um sicherzustellen, dass die Einbringung der Anteile der Vereinigung an der EUWAX AG in die boerse-stuttgart Holding GmbH vor dem Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG erfolgt, steht dieser unter einer entsprechenden aufschiebenden Bedingung. Die Einbringung der Aktien an der EUWAX AG durch die Vereinigung in die boerse-stuttgart Holding GmbH erfolgt damit zwar erst nach dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags sowie der ordentlichen Hauptversammlung der EUWAX AG am 29.06.2007, jedoch in jedem Fall vor dem Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.

Desweiteren beabsichtigt die boerse-stuttgart Holding GmbH, mit der boerse-stuttgart AG einen (isolierten) Beherrschungsvertrag abzuschließen. Es ist beabsichtigt, dass dieser Vertrag zu einem Zeitpunkt vor der Hauptversammlung der EUWAX AG abgeschlossen und u.a. unter die aufschiebende Bedingung gestellt wird, dass zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EU-

WAX AG der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, der Gegenstand dieses Berichts ist, wirksam wird.

2. *Die boerse-stuttgart Holding GmbH als Obergesellschaft im Einzelnen*

a) Handelsregister und Sitz

Die boerse-stuttgart Holding GmbH ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 722698 eingetragen. Sitz der boerse-stuttgart Holding GmbH ist Stuttgart. Die Geschäftsadresse lautet: Börsenstraße 4, 70174 Stuttgart.

b) Unternehmensgegenstand

Gegenstand des Unternehmens der boerse-stuttgart Holding GmbH ist der Erwerb und die Verwaltung von Gesellschaftsbeteiligungen im Zusammenhang mit dem Betrieb von Wertpapierbörsen, insbesondere der BW-Börse, nicht aber die Übernahme einer Börsenträgerschaft im Sinne des Börsengesetzes. Die Gesellschaft kann Geschäfte jeder Art tätigen, die dem Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar dienen. Sie kann auch Unternehmen gleicher oder ähnlicher Art erwerben, pachten oder vertreten und sich an solchen beteiligen.

c) Kapital

Das Stammkapital der boerse-stuttgart Holding GmbH beträgt derzeit EUR 25.000,00 und ist voll eingezahlt.

Durch die unter Ziffer 1. beschriebene Sachkapitalerhöhung, in deren Zuge die Anteile der Vereinigung an der EUWAX AG in die boerse-stuttgart Holding GmbH eingebracht werden sollen, ist beabsichtigt, das Stammkapital der boerse-stuttgart Holding GmbH auf – gerundet – mindestens den rechnerischen Nennwert der einzubringenden Stückaktien an der EUWAX AG, d.h. auf mindestens EUR 3.862.500,00 zu erhöhen.

d) Geschäftsführer

Einzelvertretungsberechtigte Geschäftsführer der boerse-stuttgart Holding GmbH sind:

- Herr Thomas Munz
- Herr Hartmut Rueß

e) Gesellschafter

Alleiniger Gesellschafter der boerse-stuttgart Holding GmbH ist die Vereinigung.

f) Mitarbeiter, Arbeitnehmervertretung

Die boerse-stuttgart Holding GmbH hat derzeit keine eigenen Arbeitnehmer. Eine Arbeitnehmervertretung besteht nicht.

3. *Die Vereinigung als Alleingesellschafter der boerse-stuttgart Holding GmbH*

a) Vereinsregister und Sitz

Die Vereinigung ist ein in das Vereinsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter VR 6096 eingetragener nicht wirtschaftlicher Verein. Sitz der Vereinigung ist Stuttgart. Die Vereinsadresse lautet: Börsenstraße 4, 70174 Stuttgart.

b) Vereinszweck, Tätigkeiten, Mittel

aa) Vereinszweck

Der Vereinszweck der Vereinigung ist es, unmittelbar oder mittelbar Börsen, insbesondere die BW-Börse, zu betreiben und die Stellung der Region Stuttgart und des Landes Baden-Württemberg als Standort von Dienstleistungen der Finanzwirtschaft, namentlich börsennaher Finanzdienstleistungen, zum Wohle der Bürger und der Wirtschaft zu fördern.

bb) Tätigkeiten der Vereinigung

Der Vereinszweck wird insbesondere durch die folgenden Tätigkeiten verwirklicht:

- Der Verein ist unmittelbar oder auch nur mittelbar Träger der in der Rechtsform einer teilrechtsfähigen öffentlichen Anstalt betriebenen Baden-Württembergischen Wertpapierbörse sowie des von der Börse zugelassenen Freiverkehrs.
- Der Verein fördert und unterstützt die Belange des Finanzplatzes Baden-Württemberg und insbesondere den dortigen Börsenhandel. Er kann alle hierfür dienlichen Maßnahmen ergreifen, namentlich wird er auf folgenden Schwerpunktgebieten tätig:
 - * Der Verein betreibt die Koordination privater und öffentlicher Belange auf dem Gebiet des Börsenhandels und der Finanzwirtschaft, die Bereitstellung börsennaher und börsendienlicher Beratung und Dienstleistung, die Unterstützung und Beratung junger und mittelständischer Unternehmen zur Gewinnung von Eigenkapital, die Unterstützung von Wissenschaft und Forschung im Bereich der Finanzwirtschaft im Allgemeinen und des Börsenhandels im Besonderen sowie die Förderung von Ausbildung und Weiterbildung zum Zwecke der Stärkung und Entwicklung der Leistungsfähigkeit dieses Wirtschaftssegments in der Region Stuttgart und in Baden-Württemberg, Schaffung einer Zentralstelle zur Bündelung finanzplatzrelevanter Interessen.
 - * Die Vereinigung kann sich zur Verfolgung vorstehender Ziele Dritter bedienen, Kapitalgesellschaften oder – soweit die eigene Haftung auf die Einlage beschränkt bleibt – auch Personengesellschaften gründen und sich an solchen beteiligen. Der Verein kann seinen Betrieb, insbesondere den Börsenbetrieb, ganz oder teilweise in Beteiligungsgesellschaften ausgliedern oder Beteiligungsgesellschaften überlassen. Die Unterhaltung eines eigenen wirtschaftlichen Geschäftsbetriebs ist nicht beabsichtigt.

cc) Mittel des Vereins

Die Mittel des Vereins dürfen nur für die in der Satzung bezeichneten Zwecke des Vereins verwandt werden. Die Erbringung oder Inanspruchnahme von Leistungen des Vereins ist nicht an die Mitgliedschaft im Verein gebunden. Der Verein tätigt keine Ausschüttungen.

c) Vorstand, Präsidialausschuss, Kuratorium

Der Vorstand ist das zur Geschäftsführung der Vereinigung berufene Organ. Ihm gehören an:

- Herr Thomas Munz
- Herr Hartmut Rueß

Die Hauptaufgabe des Präsidialausschusses ist die Beratung und Überwachung des Vorstands. Dem Präsidialausschuss der Vereinigung gehören an:

- Herr Dr. Siegfried Jaschinski (Vorsitzender)
- Herr Dr. Paul Wick (stellvertretender Vorsitzender)
- Herr Hans-Peter Bruker
- Herr Dr. Alexander Erdland
- Herr Holger P. Härter
- Herr Horst Marschall
- Herr Dr. Anton Wiegers

Die Vereinigung verfügt ferner über ein Kuratorium, das aus bis zu 18 Mitgliedern besteht. Das Kuratorium wird von der Mitgliederversammlung auf Vorschlag des amtierenden Kuratoriums gewählt. Dem Kuratorium der Vereinigung gehören neben den Mitgliedern des Präsidialausschusses an:

- Herr Uto Baader
- Herr Franz Brugger
- Herr Michael Föll
- Herr Dr. Robert Grassinger
- Herr Jürgen Hägele
- Herr Wilhelm Freiherr von Haller
- Herr Ernst Pfister
- Herr Ingo Peter Voigt
- Herr Dr. Maximilian Zimmerer

d) Vereinsmitglieder

Die Vereinigung hat derzeit 38 Mitglieder.

e) Mitarbeiter

Die Vereinigung hatte in den Jahren 2004 bis 2006 durchschnittlich drei Mitarbeiter. Eine Arbeitnehmervvertretung besteht nicht.

f) Erwerb und Entwicklung der ursprünglichen Beteiligung von Vereinigung an EUWAX AG

Die Beteiligung der Vereinigung an der EUWAX AG hat sich wie folgt ergeben und entwickelt:

Im Dezember 2002 erwarb die Vereinigung von drei Großaktionären insgesamt 1.575.000 Aktien an der EUWAX AG, was einem Anteil von etwa 24,76 % am Grundkapital entsprach. Im Rahmen eines öffentlichen Erwerbsangebots erwarb die Vereinigung weitere 1.404.974 Aktien an der EUWAX AG, was im Februar 2003 zu einer Beteiligungsquote in Höhe von insgesamt 57,86 % führte. Im März 2003 erwarb die Vereinigung weitere 1.271.878 Aktien an der EUWAX AG von zwei Großaktionären, so dass sie eine Beteiligung von rund 75,00 % am Grundkapital der EUWAX AG in Form von 3.862.501 Aktien erlangte.

g) Beteiligungs- und Ergebnisentwicklung der Vereinigung

Erträge erzielt die Vereinigung ausschließlich aus der Verwaltung ihres eigenen Vermögens sowie aus Mitgliedsbeiträgen. Wesentliche Einnahmen der Vereinigung sind die von der EUWAX AG ausgeschütteten Dividenden. Das Ergebnis der Vereinigung hat sich – gemäß dem nach den Vorschriften des HGB erstellten Einzeljahresabschluss der Vereinigung – in den vergangenen drei Geschäftsjahren wie folgt entwickelt:

| | 2004 | 2005 | 2006 |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | in TEUR | in TEUR | in TEUR |
| Umsatzerlöse | 78 | 79 | 73 |
| Betrieblicher Ertrag/Aufwand | -1.320 | 2.520 | -952 |
| Betriebsergebnis | -1.242 | 2.599 | -879 |
| Ergebnis vor Ertragsteuern | 3.323 | 8.570 | 5.613 |
| Jahresergebnis | 3.323 | 8.527 | 5.632 |

IV. Wettbewerbliches und rechtliches Umfeld, strategische Ausrichtung der Gruppe Börse Stuttgart

Der Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG ist in dem folgenden Gesamtkontext zu sehen:

1. Herausforderungen durch das Wettbewerbsumfeld

a) Konsolidierung der deutschen Börsenlandschaft

Durch ihre ausschließliche Hinwendung im börslichen Wertpapierhandel auf die BW-Börse ist die Entwicklung der EUWAX AG auch weiterhin eng mit der Entwicklung der BW-Börse verknüpft. Die deutschen Wertpapierbörsen befinden sich seit mehreren Jahren in einer Konsolidierungsphase, die noch nicht abgeschlossen ist. Diese Konsolidierung ist zum einen Folge der im internationalen Vergleich hohen Anzahl an Börsenplätzen in der Bundesrepublik Deutschland. Zum anderen korrespondiert sie mit der auch im internationalen Kontext stattfindenden Konsolidierung, wie sie in den europäischen und transatlantischen Zusammenschlüssen von Börsen zum Ausdruck kommt. Diese Konsolidierung der deutschen Börsenplätze wird häufig auch als Überlebenskampf der deutschen (Regional-)Börsen umschrieben. Nicht wenige rechnen damit, dass sich die Anzahl der deutschen Wertpapierbörsen mittelfristig auf zwei bis vier verringern wird.

b) Nachholeffekt im internationalen Handel mit verbrieften Derivaten

Für die BW-Börse und damit mittelbar für die EUWAX AG, bedeutet dies, sich in dieser Konsolidierungsphase als selbständiger Börsenplatz zu behaupten. Die BW-Börse und die EUWAX AG haben sich dazu bereits vor der Jahrtausendwende auf den börslichen Handel mit verbrieften Derivaten sowie auf Dienstleistungsangebote für private Anleger spezialisiert und heben sich dadurch sowie durch die insofern erzielte Dienstleistungsqualität beispielsweise auch von der Frankfurter Wertpapierbörse als größte deutsche Wertpapierbörse ab. Der Handel mit verbrieften Derivaten gilt derzeit insbesondere im deutschsprachigen Wirtschaftsraum als besonders entwickelt. Eine stärkere Entwicklung des Handels mit verbrieften Derivaten in anderen Staaten wird den Wettbewerb für die BW-Börse und damit die EUWAX AG erhöhen.

c) Wettbewerb zwischen börslichem und außerbörslichem Wertpapierhandel

Daneben nimmt der außerbörsliche Handel mit Wertpapieren im Allgemeinen und mit verbrieften Derivaten im Besonderen seit einigen Jahren stetig zu. Letzterer findet auf außerbörslichen Handelsplattformen statt, die häufig von Handelsteilnehmern, beispielsweise Direktbanken, im Bereich der verbrieften Derivate vor allem aber auch von den Emittenten verbriefter Derivate betrieben werden. Unterschiedliche Qualitäts- und Überwachungsstandards einerseits und – damit verbunden – unterschiedliche Preisgestaltungsmöglichkeiten und Kostenniveaus andererseits lassen im Bereich der verbrieften Derivate eine weitere Verschärfung des Wettbewerbs zu außerbörslichen Systemen erwarten.

d) Übermacht des Frankfurter Börsenplatzes

Generell gilt, dass es die BW-Börse in allen Wertpapiersegmenten mit einem nahezu übermächtigen Wettbewerber, der Frankfurter Wertpapierbörse, zu tun hat. Vor allem in der internationalen Wahrnehmung findet der Börsenhandel mit deutschen Aktien nahezu ausschließlich auf Xetra®, dem elektronischen Handelssystem der Frankfurter Wertpapierbörse, statt. Die finanzielle Übermacht des Trägers der Frankfurter Wertpapierbörse, der Deutsche Börse AG, birgt für die BW-Börse und damit die Gruppe Börse Stuttgart das ständige Risiko, auch in den anderen Wertpapiersegmenten, in denen die Dominanz der Frankfurter Wertpapierbörse noch nicht ähnlich etabliert ist, zusätzlich unter (Margen-)Druck gesetzt zu werden. Dies gilt namentlich für den Handel mit verbrieften Derivaten, in dem die Deutsche Börse AG in Zusammenarbeit mit der SWX Swiss Exchange bereits mit dem Aufbau einer gemeinsamen Derivatebörse begonnen hat. Soweit von außen ersichtlich, ist im Zuge dessen die Trägerschaft für den Handel mit verbrieften Derivaten an der Frankfurter Wertpapierbörse bereits einer Tochtergesellschaft des Joint Ventures übertragen worden.

2. *Veränderung der rechtlichen Rahmenbedingungen für den Wertpapierhandel*

Die beschriebenen Herausforderungen des Wettbewerbsumfelds stehen in Wechselwirkung mit verschiedenen Veränderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen für den Wertpapierhandel.

a) Wettbewerb um Skontren infolge des Auslaufens des gesetzlichen Bestandsschutzes für Skontroführer

Das vierte Finanzmarktförderungsgesetz sah einen Bestandsschutz für Skontroführer vor. Erst seit dem 01.07.2005 ist es den deutschen Wertpapierbörsen gestattet, ihren Handel vollständig als elektronischen Handel ohne die Mitwirkung von Skontroführern zu organisieren. Eine stärkere Orientierung der deutschen Wertpapierbörsen vom Präsenzhandel (mit Skontroführern) hin zum elektronischen Handel (ohne Skontroführer) bedeutet zunächst unmittelbar, dass der Wettbewerb um die an den deutschen Wertpapierbörsen verbleibenden Skontren zunehmen wird. Entsprechende Streitigkeiten um die Skontrenverteilung an der Frankfurter Wertpapierbörse unterstützen diese Annahme. Die EUWAX AG begegnet dieser Entwicklung mit der Erschließung von Aufgabenfeldern im elektronischen Handel als Alternative zu dem Geschäftsmodell „Skontroführer“.

b) Umstellung des Handels an der BW-Börse auf den elektronischen Handel

Die BW-Börse hat im zeitlichen Zusammenhang mit dem Auslaufen des Bestandsschutzes für Skontroführer damit begonnen, ihren Handel auf ein elektronisches Handelssystem umzustellen – für die verbrieften Derivate zum 01.01.2007, für die Wertpapiersegmente Anleihen, Fondsanteile und inländische Aktien voraussichtlich zum 01.07.2007. Im Handel mit verbrieften Derivaten ist es der EUWAX AG aufgrund ihrer Zugehörigkeit zur Gruppe Börse Stuttgart gelungen, der mit der Umstellung auf den elektronischen Handel für sie als Skontroführer verbundenen Ungewissheit durch ihre Beauftragung als QLP in diesem für sie wirtschaftlich bedeutsamen Bereich zu begegnen. Zugleich war es der EUWAX AG, auch in der engen Zusammenarbeit mit den anderen Gesellschaften der Gruppe Börse Stuttgart, gelungen, nötige technologische Entwicklungen frühzeitig vorzunehmen, um sich für eine solche Tätigkeit im elektronischen Handel besonders zu qualifizieren. Die Beauftragung der EUWAX AG als QLP auch für die weiteren Wertpapiersegmente Anleihen, Fondsanteile und inländische Aktien in dem voraussichtlich zum 01.07.2007 startenden elekt-

ronischen Handel ist in ihren Vorbereitungen und Verhandlungen weit fortgeschritten.

c) Umsetzung der europäischen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)

Der Wettbewerb der Wertpapierbörsen und der an ihnen tätigen Finanzdienstleister zu den außerbörslichen Handelssystemen wird derzeit geprägt von der Umsetzung der europäischen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) in nationales Recht. Diese Umsetzung wird die Qualitätsstandards des außerbörslichen Handels tendenziell erhöhen und damit denen des börslichen Handels annähern. Die hierzu nötigen erheblichen Investitionen erscheinen geeignet, den außerbörslichen Handel tendenziell zu verteuern. Während ersteres für den börslichen Handel im Wettbewerb nachteilig ist, könnte letzteres die Position des börslichen Handels eher stärken. Insgesamt könnte der Handel mit verbrieften Derivaten durch die beschriebene generelle Erhöhung der Qualitätsstandards an Bedeutung zunehmen. Wie genau sich die Änderung der rechtlichen Rahmenbedingungen auf die Entwicklung der BW-Börse als börslichen Handelsplatz und damit die wirtschaftliche Entwicklung der EUWAX AG als börslichen Finanzdienstleister auswirken wird, lässt sich derzeit noch nicht im Einzelnen absehen. In jedem Fall werden die anstehenden Veränderungen von den Börsen und den an ihnen tätigen Finanzdienstleistern eine noch höhere Flexibilität, Dienstleistungsqualität und Zuverlässigkeit verlangen.

3. *Die unternehmerischen Ziele im Einzelnen*

a) Aufbau einer integrierten Konzernstruktur, die der Aufgabenverteilung am Börsenplatz organisatorisch Rechnung trägt

Satzungsmäßiges Ziel der Vereinigung ist es u.a., den Börsenstandort Stuttgart zu sichern und zu stärken. Die Vereinigung ist daher an einer Organisationsstruktur der Gruppe Börse Stuttgart interessiert, die die Erfüllung der mit dem Betrieb der BW-Börse verbundenen Aufgaben innerhalb der Gruppe optimal gewährleistet. Mit der Abspaltung des Teilbetriebs „Börsenträgerschaft“ von der boerse-stuttgart AG auf die Baden-Württembergische Wertpapierbörse GmbH als neue Börsenträgersgesellschaft im Juni 2005 erhielt die Gruppe Börse Stuttgart eine dreigliedrige Organisationsstruktur, die dem bis dahin an der BW-Börse ausschließlich praktizierten Skontroführerhandel optimal entsprach: die Baden-

Württembergische Wertpapierbörse GmbH als Börsenträger, die boerse-stuttgart AG als Börsenbetriebsgesellschaft und die EUWAX AG als Skontroführer.

Die zum 01.01.2007 begonnene und zum 01.07.2007 in den für die EUWAX AG relevanten Wertpapiersegmenten voraussichtlich abgeschlossene Umstellung der BW-Börse vom Skontroführer- auf den elektronischen Handel verändert auch die Anforderungen an die Organisation der Gruppe. Mit der Umstellung auf den elektronischen Handel verlagert sich die Preisermittlung von der EUWAX AG als Skontroführer auf das elektronische Handelssystem der BW-Börse. Der elektronische Preisermittlungsprozess vollzieht sich anders als bisher im Skontroführerhandel nicht mehr unter der Verantwortung der EUWAX AG, sondern wird von dieser als QLP lediglich noch unterstützt. Dieser börsenrechtlichen Struktur und Aufgabenverteilung wird die – vertikal betrachtet – dreigliederige Organisation nicht mehr gerecht. Ihr entspricht vielmehr eine vertikale Zweigliederung in Börsenträgerschaft (Baden-Württembergische Wertpapierbörse GmbH) einerseits und Börsenbetrieb mit Unterstützung des QLP (boerse-stuttgart AG und EUWAX AG) andererseits.

Diese organisatorische Struktur soll dadurch erreicht werden, dass die operativen Entscheidungen und Tätigkeiten der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG auf der Ebene der boerse-stuttgart Holding GmbH koordiniert werden. Hierzu wird die boerse-stuttgart Holding GmbH zum einen mit der boerse-stuttgart AG einen isolierten Beherrschungsvertrag im Sinne des § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG abschließen. In dem isolierten Beherrschungsvertrag unterstellt die boerse-stuttgart AG die Leitung ihrer Gesellschaft der boerse-stuttgart Holding GmbH. Zum andern wird die Vereinigung ihre gesamte Beteiligung an der EUWAX AG in die boerse-stuttgart Holding GmbH einbringen.

Der Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG ist die logische Ergänzung dieses Handelns, da erst dieser Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag im Zusammenspiel mit den anderen genannten Schritten eine operative Koordinierung der boerse-stuttgart AG und der EUWAX AG auf der Ebene der boerse-stuttgart Holding GmbH ermöglicht.

Der isolierte Beherrschungsvertrag zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der boerse-stuttgart AG soll vor dem Zeitpunkt der Hauptversammlung der EUWAX AG abgeschlossen werden. Seine Wirksamkeit wird u.a auf die Wirksamkeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG aufschiebend bedingt.

Desweiteren stellt eine aufschiebende Bedingung sicher, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG in jedem Fall erst wirksam wird, wenn die Einbringung der Anteile an der EUWAX AG in die boerse-stuttgart Holding GmbH erfolgt ist.

- b) Einheitliche Ausrichtung der für den Betrieb der BW-Börse verantwortlichen Gruppengesellschaften

Mit der Übernahme der Tätigkeit als QLP im elektronischen Handel mit verbrieften Derivaten an der BW-Börse zum 01.01.2007 durch die EUWAX AG haben sich diese und die Gruppe Börse Stuttgart für die Fortsetzung ihrer intensiven Zusammenarbeit entschieden. Die zuvor rein faktische Kooperation hat dadurch bereits einen ersten vertraglichen Rahmen erhalten. Konsequenter nächster Schritt ist es daher, die Zusammenarbeit zwischen den Gesellschaften der Gruppe Börse Stuttgart auch organisatorisch zu optimieren und zu vertiefen. Zunächst waren die EUWAX AG und die boerse-stuttgart AG lediglich über den gemeinsamen Aktionär, die Vereinigung, miteinander verbunden. In der Besetzung von Gesellschaftsorganen, beispielsweise der Aufsichtsräte der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG einerseits und des Kuratoriums der Vereinigung andererseits, war und ist eine teilweise Personenidentität gegeben. Zudem fanden gemeinsame Beratungen der Vorstände der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG statt. Eine organisatorische Verbindung auf operativer Ebene bestand damit jedoch nicht. Aus diesem Grund entschied sich die Vereinigung, ihre Beteiligungen an der boerse-stuttgart AG und der EUWAX AG über die boerse-stuttgart Holding GmbH organisatorisch zu bündeln. Die boerse-stuttgart Holding GmbH bietet einen gesellschaftsrechtlichen Rahmen für die Integration der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG. Der Charakter der Vereinigung als reine Beteiligungsholding ohne operative Betätigung und Verantwortung entsprechend ihrem Vereinszweck wird betont, indem die organisatorische Bündelung nicht über die Vereinigung selbst, sondern durch den Abschluss von Unternehmensverträgen auf Ebe-

ne der boerse-stuttgart Holding GmbH erfolgt. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG dient in diesem Rahmen der Integration der EUWAX AG.

c) Integration durch Koordinierung

Es ist nicht die Absicht der Vereinigung, über die boerse-stuttgart Holding GmbH systematisch Einfluss auf operative Entscheidungen der EUWAX AG zu nehmen. Die Vereinigung verfolgt mit der Errichtung der boerse-stuttgart Holding GmbH sowie mit dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vielmehr das Ziel, eine bessere Koordinierung ihrer operativen Tochtergesellschaften zu erreichen. Die Vereinigung selbst wird sich generell auf Überwachungsaufgaben sowie die Ausübung ihrer Beteiligungsrechte beschränken. Die operative Koordinierung erfolgt durch die Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH. Es wird angestrebt, diese ausschließlich mit Mitgliedern der Geschäftsleitungen der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG zu besetzen. Es ist ferner beabsichtigt, dass bei der boerse-stuttgart Holding GmbH ein Aufsichtsgremium eingerichtet wird, das mit Mitgliedern der Aufsichtsräte der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG sowie mit Mitgliedern des Präsidialausschusses der Vereinigung besetzt werden kann. Durch eine sogar vollständig personenidentische Besetzung der Aufsichtsorgane von boerse-stuttgart Holding GmbH, EUWAX AG und boerse-stuttgart AG kann die Koordinierung der beiden zuletzt Genannten zusätzlich erleichtert werden.

d) Schaffung von Kompetenzbereichen

Die Umstellung auf den elektronischen Handel bietet für die Gruppe Börse Stuttgart die Perspektive, Aufgaben, die bisher auf die boerse-stuttgart AG und die EUWAX AG verteilt waren, künftig durch diejenige Gesellschaft wahrzunehmen, die für die jeweilige Aufgabe unter den Bedingungen des neuen Marktmodells der BW-Börse am besten geeignet ist. Insbesondere können Aufgaben, die mit dem technischen Börsenbetrieb zusammenhängen, bei der boerse-stuttgart AG als Börsenbetriebsgesellschaft und technischem Betreiber des elektronischen Handelssystems der BW-Börse in einem Kompetenzbereich „Börsenbetrieb“ konzentriert werden. So kann das Know-how, das bei der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG entsprechend ihren früheren Aufgabenbereichen vorhanden ist, zielgerichteter eingesetzt werden. Eine solche Bündelung von Know-how ist ohne den

Abschluss des (isolierten) Beherrschungs- (boerse-stuttgart AG) und des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (EUWAX AG) nur eingeschränkt möglich und kann vor allem nicht durch eine gemeinsame operative Führung koordiniert werden. Die Gruppe Börse Stuttgart ist auf die Bündelung ihrer Kräfte und insbesondere den beschriebenen Kompetenzbereich „Börsenbetrieb“ angewiesen, um im Wettbewerb zu den anderen Börsen wie bisher durch innovative Dienstleistungen und aktuelle Handelstechnik bestehen zu können. Die operative Koordinierung innerhalb der Gruppe ist insofern kein Selbstzweck. Angesichts des Wettbewerbsumfelds ist der Börsenplatz dringend darauf angewiesen, ständig kurzfristig mit Innovationen auf aktuelle Entwicklungen und Bedürfnisse des Marktes reagieren zu können. Nur so kann er die erreichte Position im Wettbewerb zu anderen börslichen und außerbörslichen Handelsplätzen behaupten und ausbauen. Dazu bedarf es einer engen Zusammenarbeit innerhalb der Gruppe über die Gesellschaftsgrenzen hinweg.

e) Steigerung der Kosteneffizienz

Insbesondere vor dem Hintergrund der beschriebenen Wettbewerbssituation, vor allem zu der finanzstärkeren Deutsche Börse AG, ist die Gruppe Börse Stuttgart darauf angewiesen, alle Möglichkeiten der Kostenreduzierung zu nutzen und die erzielten Einsparungen zur Standortsicherung einzusetzen. Der Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags schafft Gestaltungsspielräume, um innerhalb der rechtlichen – insbesondere aufsichtsrechtlichen – Vorgaben Doppeltätigkeiten zu vermeiden, Synergien zu heben sowie arbeitsteilig und damit noch effizienter zu arbeiten. Dies betrifft insbesondere den administrativen Bereich sowie den Bereich der Informationstechnologie. An einer Bündelung der Informationstechnologie arbeiten die EUWAX AG und die boerse-stuttgart AG seit geraumer Zeit.

f) Erhöhung der Finanz- und Innovationskraft der Gruppe Börse Stuttgart

Die Weiterentwicklung des Börsenplatzes und der Gruppe Börse Stuttgart erforderte bereits in der Vergangenheit erhebliche Investitionen. Ein Großteil der Innovationen betraf im Skontroführerhandel die EUWAX AG als Skontroführer. Mit der Umstellung auf den elektronischen Handel und dem Übergang der Kontrolle über die Preisermittlung von der EUWAX AG als Skontroführer auf die BW-Börse selbst, verlagert sich künftig der Schwerpunkt des Investitionsbedarfs von der EUWAX AG auf die boerse-

stuttgart AG als Betriebsgesellschaft der BW-Börse. Die vertragliche Gewinnabführung durch die EUWAX AG an die boerse-stuttgart Holding GmbH – verbunden mit der Garantiedividende an die außenstehenden Aktionäre der EUWAX AG – erlaubt einen flexibleren Einsatz der innerhalb der Gruppe am Börsenplatz erzielten Wertschöpfung zu seiner Weiterentwicklung. Die finanzielle und damit innovative Schlagkraft der Gruppe ist auch für die EUWAX AG von vitalem Interesse. Als QLP, der ausschließlich an der BW-Börse tätig ist, ist die EUWAX AG ebenso auf den Erfolg und Fortbestand der BW-Börse angewiesen wie diese ihrerseits auf eine weitere positive Entwicklung der EUWAX AG.

g) Beibehaltung der rechtlichen Selbständigkeit

Im Rahmen der sowohl für die EUWAX AG als auch für die boerse-stuttgart Holding GmbH vorteilhaften unternehmensvertraglichen Einbindung der EUWAX AG in die Gruppe Börse Stuttgart soll die EUWAX AG – wie auch die boerse-stuttgart AG – als rechtliche Einheit erhalten bleiben. Die EUWAX AG verfügt über ein hohes Maß an Vertrauen unter den Handelsteilnehmern und Emittenten der BW-Börse. Ferner trägt die rechtliche Selbständigkeit auch dem besonderen aufsichtsrechtlichen Status der EUWAX AG als Finanzdienstleistungsinstitut Rechnung.

B. Rechtliche und wirtschaftliche Gründe für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Effiziente Koordinierung und Umsetzung unternehmerischer Entscheidungen als Grund für den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

1. Nachteile im faktischen Konzern

Die dargelegten Potentiale und Chancen aus einer stärkeren Integration der EUWAX AG in die Gruppe Börse Stuttgart sowie die bessere Koordinierung der operativen Entscheidungen der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG lassen sich im Rahmen eines faktischen Konzernverhältnisses (also ohne den Abschluss eines Unternehmensvertrags) nur eingeschränkt realisieren.

a) Kein Weisungsrecht

Ein Weisungsrecht, das es der boerse-stuttgart Holding GmbH ermöglicht, die gemeinsamen Ziele und die zu definierenden Integrationsmaßnahmen umzusetzen, besteht nur im Rahmen eines Beherrschungsvertrags (und damit auch im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags). Ohne einen Beherrschungsvertrag ist der Vorstand der EUWAX AG als abhängiger Gesellschaft nach den Vorschriften des Aktiengesetzes verpflichtet, die Gesellschaft als unabhängiges und selbständiges Unternehmen eigenverantwortlich zu führen. Insbesondere ist es dem Vorstand der EUWAX AG dabei, wenn überhaupt, nur in sehr eingeschränktem Maße gestattet, bei seinen Entscheidungen das Interesse der gesamten Gruppe Börse Stuttgart zu berücksichtigen – und diesem gar Vorrang vor dem Eigeninteresse der EUWAX AG einzuräumen. Die Einbeziehung der EUWAX AG in eine gemeinsame unternehmerische Leitung von boerse-stuttgart AG und EUWAX AG wäre deshalb ohne den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag allenfalls mit erheblichem Zeitverzug und Verwaltungsaufwand möglich.

b) Einzelausgleichspflicht

Im faktischen Konzern hat der Vorstand bei sämtlichen Integrations- und Koordinationsmaßnahmen wie auch beim Abschluss von Rechtsgeschäften mit dem herrschenden oder dem Schwesterunternehmen jeweils im Einzelfall die Auswirkungen der Maßnahmen auf die abhängige Gesellschaft sorgfältig zu prüfen. Soweit Maßnahmen für die abhängige Gesellschaft nachteilig sind, müssen entsprechende Nachteile durch die Obergesellschaft bis zum Ende des betreffenden Geschäftsjahres – also in einem sehr engen zeitlichen Rahmen – entweder tatsächlich oder am Ende des Geschäftsjahres durch Gewährung eines Rechtsanspruchs ausgeglichen werden. Dies setzt voraus, dass bei sämtlichen Maßnahmen wie auch im täglichen Leistungsverkehr jeweils im Einzelfall die exakte Auswirkung auf die EUWAX AG bestimmt werden muss. Der Vorstand der EUWAX AG hat zunächst zu prüfen, ob eine Maßnahme überhaupt als ausgleichspflichtig zu qualifizieren ist. Darüber hinaus muss er etwaige nachteilige Auswirkungen auf die EUWAX AG quantifizieren. Die Beurteilung des Vorliegens und der Auswirkungen einer ausgleichspflichtigen Geschäftsführungsmaßnahme kann in der Praxis erhebliche Schwierigkeiten bereiten. Das Erfordernis einer Bewertung jeder einzelnen Maßnahme im faktischen Konzern durch die abhängige Gesellschaft führt zu einem erheblichen

Verwaltungs- und Zeitaufwand und damit zu maßgeblichen Einschränkungen bei der effizienten Umsetzung unternehmerischer Entscheidungen. Da eine Maßnahme, deren mögliche Auswirkungen auf die abhängige Gesellschaft nicht mit Gewissheit vorhergesagt oder quantifiziert werden kann, durch den Vorstand der abhängigen Gesellschaft im Zweifel unterlassen werden muss, sind der Koordinierung unternehmerischer Entscheidungen innerhalb der Gruppe ohne den Abschluss eines Beherrschungsvertrags praktisch enge Grenzen gesetzt.

2. Vorteile des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

a) Umsetzung des Konzerninteresses

Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag beseitigt mit Hilfe des vertraglichen Weisungsrechts diese Nachteile. Wo einer Koordinierung der unternehmerischen Entscheidungen innerhalb der Gruppe das Individualinteresse der EUWAX AG oder auch nur die beschriebenen diesbezüglichen Unsicherheiten entgegenstünden, kann diese Koordinierung auf der Grundlage des Weisungsrechts gegenüber der beherrschten Gesellschaft schnell, flexibel und konsequent durchgesetzt werden. Nach dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags können die einzelnen Maßnahmen zur operativen Koordinierung am gemeinsamen Konzerninteresse ausgerichtet werden, ohne dass es einer aufwändigen Bewertung von Maßnahmen im Hinblick darauf bedarf, ob und in welcher Höhe sie bei isolierter Betrachtung für die abhängige Gesellschaft nachteilig sind.

Zusammen mit dem angekündigten isolierten Beherrschungsvertrag zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der boerse-stuttgart AG erweist sich der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag als geeignetes Mittel, um die von der Vereinigung, der boerse-stuttgart Holding GmbH, der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG angestrebte Bündelung der Kompetenzen und Ressourcen und damit eine verstärkte Konzernkoordination und -integration umzusetzen. Gleichzeitig werden die für die Durchsetzung der gemeinsamen unternehmerischen Ziele notwendigen einheitlichen und effizienten Entscheidungswege durch den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sichergestellt.

b) Belange der außenstehenden Aktionäre und Gläubiger

Die Bestimmungen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gewährleisten gleichzeitig, dass die unternehmerische Koordinierung auf der Ebene der boerse-stuttgart Holding GmbH und die damit verbundene Integration der EUWAX AG in die Gruppe Börse Stuttgart ohne Benachteiligung der außenstehenden Aktionäre und der Gläubiger der EUWAX AG erfolgt. Als herrschendes Unternehmen ist die boerse-stuttgart Holding GmbH nach § 302 Abs. 1 AktG gegenüber der EUWAX AG als abhängiger Gesellschaft zur Übernahme etwaiger Verluste verpflichtet, unabhängig davon, ob die Verluste ihre Ursache in der Konzernleitung haben oder nicht. Den außenstehenden Aktionären steht nach Abschluss des Vertrags eine angemessene jährliche Ausgleichszahlung zu. Die außenstehenden Aktionäre erhalten zudem die Möglichkeit, innerhalb eines bestimmten Zeitraums gegen Erhalt einer angemessenen Barabfindung aus der EUWAX AG auszuscheiden.

II. Vertragliche Ausgestaltung

1. *Zu beachtende Rahmenbedingungen*

Bei dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG ist dem Status der EUWAX AG als Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des § 1 Abs. 1 a Satz 1 KWG und damit der Stellung der Mitglieder des Vorstands der EUWAX AG als Geschäftsleiter im Sinne des § 1 Abs. 2 Satz 1 KWG Rechnung zu tragen. Die Durchführung der behördlichen Aufsicht über die EUWAX AG darf durch den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht beeinträchtigt werden. Der Geschäftsleitung der EUWAX AG muss die Erfüllung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen, insbesondere denen des KWG, weiterhin möglich sein, ohne dass Weisungen der boerse-stuttgart Holding GmbH auf Grundlage des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags dies beeinträchtigen können. Einzelheiten zur Umsetzung dieser rechtlichen Vorgaben sind unter Abschnitt C.I.1. im Zuge der Erläuterungen des Vertragstexts dargestellt.

2. Alternativen zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Die boerse-stuttgart Holding GmbH, die Vereinigung und die EUWAX AG haben unter Berücksichtigung der mit dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags verfolgten Ziele geprüft, ob anstelle der gewählten auch andere Gestaltungen möglich sind. Die boerse-stuttgart Holding GmbH, die Vereinigung und die EUWAX AG haben die Alternativgestaltungen insbesondere daraufhin überprüft, ob diese zur Realisierung der angestrebten Koordinierung operativer Entscheidungen ebenfalls geeignet sind. Dabei wurden der mit der Umsetzung voraussichtlich verbundene, auch zeitliche, Aufwand sowie die mit der Umsetzung verbundenen Risiken ebenso berücksichtigt wie etwaige steuerliche Implikationen der einzelnen Maßnahmen. Die Prüfung hat ergeben, dass die gemeinsamen unternehmerischen Ziele der Vereinigung, der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG sowie der Gruppe Börse Stuttgart insgesamt aus derzeitiger Sicht am besten durch den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags verwirklicht werden können. Andere Gestaltungsalternativen sind nach Abwägung der für und gegen sie sprechenden Argumente und Aspekte nicht oder nicht zu gleichen Bedingungen geeignet, die gemeinsamen Interessen in gleicher Weise umzusetzen:

a) Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der EUWAX AG und der Vereinigung

In Betracht gezogen wurde zunächst der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags unmittelbar zwischen der Vereinigung und der EUWAX AG. Mit einem Verzicht auf die boerse-stuttgart Holding GmbH als Zwischenholdinggesellschaft würde jedoch auch die Möglichkeit entfallen, die operativen Entscheidungen der EUWAX AG und der boerse-stuttgart AG in einem gemeinsamen Gremium – der Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH –, besetzt mit Vertretern beider Gesellschaften, zu koordinieren. Diese Koordinierung hätte dann unmittelbar auf der Ebene der Vereinigung zu erfolgen, was sowohl der Rechtsform der Vereinigung als nicht wirtschaftlichem Verein als auch ihrem satzungsmäßigen Vereinszweck widerspräche. Der Bonitätsvorteil, der sich hierbei aus Sicht der EUWAX AG sowie der außenstehenden Aktionäre der EUWAX AG daraus hätte ergeben können, dass bei der Vereinigung als eingetragendem Verein – anders als bei der boerse-stuttgart Holding GmbH – Ausschüttungen an ihre Mitglieder nicht möglich sind, wird

durch einen Garantievertrag zwischen der Vereinigung und der boerse-stuttgart Holding GmbH (dazu siehe unter Abschnitt D.I.4.) ausgeglichen.

b) Verschmelzung der EUWAX AG auf die boerse-stuttgart AG oder die Vereinigung

Eine Verschmelzung der EUWAX AG auf die boerse-stuttgart AG oder einen anderen Rechtsträger scheidet aus, da die EUWAX AG in diesem Fall als eigenständiger Rechtsträger untergehen würde. Bei der EUWAX AG handelt es sich um ein am Markt etabliertes Finanzdienstleistungsinstitut, das insbesondere durch seine Tätigkeit in dem gleichnamigen Spezialsegment der BW-Börse für verbrieftes Derivate über eine außerordentlich hohe Reputation verfügt. Die EUWAX AG wird bei Emittenten und Handelsteilnehmern als Kompetenzträger für Finanzdienstleistungen mit verbrieften Derivaten wahrgenommen. Eine Verschmelzung der EUWAX AG auf die boerse-stuttgart AG ist vor dem Hintergrund der Funktion der boerse-stuttgart AG als Betriebsgesellschaft der BW-Börse und dem aufsichtsrechtlichen Status der EUWAX AG als Finanzdienstleistungsinstitut und an der BW-Börse zugelassener Handelsteilnehmer weder auf Seiten der Vereinigung noch auf Seiten der EUWAX AG erwünscht. Zudem ginge die Börsennotierung der EUWAX AG im Falle der Verschmelzung auf einen anderen, nicht börsennotierten Rechtsträger grundsätzlich verloren, was ebenfalls nicht gewollt ist.

Eine Verschmelzung der EUWAX AG auf die Vereinigung kommt schon wegen deren Rechtsform nicht in Betracht.

c) Einbringung des Geschäftsbetriebs der EUWAX AG in die boerse-stuttgart AG

Eine Einbringung des Geschäftsbetriebs der EUWAX AG in die boerse-stuttgart AG gegen Gewährung von Anteilen an dem aufnehmenden Rechtsträger würde sich von einer Verschmelzung nur durch die rechtliche Gestaltung (Einzel- statt Gesamtrechtsnachfolge) unterscheiden. Hinsichtlich der Gründe, die im Ergebnis gegen eine solche Gestaltung sprechen, gilt daher das zu der Verschmelzung Ausgeführte.

d) Einbringung von Anteilen an der EUWAX AG in die boerse-stuttgart AG

Aus Sicht der Vereinigung wäre es denkbar gewesen, anstelle der Errichtung der boerse-stuttgart Holding GmbH die Aktien an der EUWAX AG in die boerse-stuttgart AG einzubringen. Die angestrebte Koordinierung der beiden Gesellschaften, EUWAX AG und boerse-stuttgart AG, wäre auch in dieser Konstellation nur durch den zusätzlichen Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der EUWAX AG ermöglicht worden. Darüber hinaus ist ein Über-/Unterordnungsverhältnis zwischen der boerse-stuttgart AG und der EUWAX AG weder durch die Vereinigung beabsichtigt, noch liegt ein solches im Interesse der EUWAX AG.

e) Eingliederung der EUWAX AG in die Vereinigung oder die boerse-stuttgart Holding GmbH

Die im Aktiengesetz in §§ 319 ff. vorgesehene Konzernintegration im Wege der Eingliederung ist im vorliegenden Fall deshalb nicht möglich, weil eine Eingliederung nur in eine Aktiengesellschaft erfolgen kann und es sich bei der Vereinigung um einen eingetragenen Verein und bei der boerse-stuttgart Holding GmbH um eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung handelt. Selbst wenn die boerse-stuttgart Holding GmbH in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft errichtet oder in eine solche umgewandelt worden wäre, wäre eine Eingliederung nicht möglich gewesen. Eine Eingliederung würde nämlich erfordern, dass sich Aktien der EUWAX AG, auf die zusammen 95 % des Grundkapitals entfallen, in der Hand der boerse-stuttgart Holding GmbH befinden. Jedenfalls diese Voraussetzung ist – unabhängig von der Rechtsform der boerse-stuttgart Holding GmbH – nicht erfüllt.

f) Ausschluss der Minderheitsaktionäre der EUWAX AG

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach §§ 327 a ff. AktG kann ebenfalls nur durch einen Aktionär betrieben werden, dem Aktien an der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals der Gesellschaft gehören. Weder die Vereinigung noch die boerse-stuttgart Holding GmbH verfügen über eine Beteiligung in diesem Umfang. Es nicht das Ziel der Vereinigung oder der boerse-stuttgart Holding GmbH, Alleinaktionär der EUWAX AG zu werden. Für die angestrebte Koordinierung von

EUWAX AG und boerse-stuttgart AG ist ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre nicht erforderlich.

- g) Abschluss eines (isolierten) Gewinnabführungsvertrags anstelle des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

Das gemeinsame Ziel der EUWAX AG, der boerse-stuttgart Holding GmbH und der Vereinigung, im Interesse der Sicherung des Börsenstandorts eine bessere operative Koordinierung mit der boerse-stuttgart AG zu erreichen und damit dem gemeinsamen Interesse der Gruppe Börse Stuttgart zur Geltung zu verhelfen, ließe sich durch einen isolierten Gewinnabführungsvertrag nicht verwirklichen. Nur durch den zusätzlichen Abschluss eines Beherrschungsvertrags wird das notwendige unmittelbare Weisungsrecht begründet. Erst dieses Weisungsrecht ermöglicht es, das auf der Ebene der boerse-stuttgart Holding GmbH koordinierte Gruppeninteresse systematisch auf operativer Ebene umzusetzen.

- h) Abschluss eines (isolierten) Beherrschungsvertrags anstelle des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

Wie erläutert, hängt der Fortbestand des Börsenplatzes nicht zuletzt auch von der finanziellen Leistungsfähigkeit der Gruppe Börse Stuttgart und damit ihrer weiteren Innovationskraft ab. Die Abführung des Gewinns der EUWAX AG an die boerse-stuttgart Holding GmbH ist damit Teil der angestrebten Integration.

- i) Weiterer Erwerb von Aktien der EUWAX AG durch die boerse-stuttgart Holding GmbH oder die Vereinigung

Zwar schüfe eine Erhöhung der Beteiligungsquote der boerse-stuttgart Holding GmbH oder der Vereinigung an der EUWAX AG, sofern eine Beteiligungsquote von 95 % erreicht würde, zusätzliche Gestaltungsmöglichkeiten (Eingliederung, Ausschluss der Minderheitsaktionäre), doch besteht für eine solche Aufstockung der Beteiligung weder aus Sicht der Vereinigung, noch aus Sicht der EUWAX AG eine Notwendigkeit oder ein Interesse. Die Aufstockung der Beteiligung der Vereinigung an der EUWAX AG wäre notwendigerweise mit einem erheblichen Kapitaleinsatz der Vereinigung verbunden. Solange die angestrebte Koordinierung der operativen Tätigkeit von EUWAX AG und boerse-stuttgart AG ohne eine solche gezielte Aufstockung möglich ist, bietet es sich an, die eingesparten finan-

ziellen Mittel für Investitionen in den Börsenplatz einzusetzen. Wie bereits dargelegt, ist für die angestrebte Koordinierung von EUWAX AG und boerse-stuttgart AG kein Ausschluss der Minderheitsaktionäre erforderlich.

C. Erläuterung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Die Vertragsbestimmungen

1. Unternehmerische Leitung

In § 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG unterstellt die EUWAX AG die Leitung ihrer Gesellschaft der boerse-stuttgart Holding GmbH. Die boerse-stuttgart Holding GmbH wird berechtigt, dem Vorstand der EUWAX AG hinsichtlich der Leitung der EUWAX AG Weisungen zu erteilen. Der Vorstand der EUWAX AG ist verpflichtet, diesen Weisungen Folge zu leisten. Die boerse-stuttgart Holding GmbH kann dem Vorstand der EUWAX AG auch Weisungen erteilen, die für die EUWAX AG nachteilig sind. Die Erteilung einer nachteiligen Weisung ist zulässig, wenn sie entweder den Belangen der boerse-stuttgart Holding GmbH oder der mit der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG konzernverbundenen Unternehmen, also der Gruppe Börse Stuttgart, und damit dem Konzerninteresse dient. Der Vorstand der EUWAX AG ist nicht berechtigt, sich einer nachteiligen Weisung mit der Begründung zu verweigern, sie erfülle seiner Ansicht nach nicht diese Voraussetzungen.

Das Weisungsrecht der boerse-stuttgart Holding GmbH besteht nur gegenüber dem Vorstand der EUWAX AG. Wird der Vorstand der EUWAX AG durch die boerse-stuttgart Holding GmbH angewiesen, ein Geschäft vorzunehmen, das nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats der EUWAX AG vorgenommen werden darf, so kann für den Fall, dass der Aufsichtsrat seine Zustimmung nicht oder nicht rechtzeitig erteilt, der Vorstand der EUWAX AG durch die boerse-stuttgart Holding GmbH erneut angewiesen werden, § 308 Abs. 3 AktG. Im Falle einer solchen zweiten Weisung ist die Zustimmung des Aufsichtsrats der EUWAX AG nicht mehr erforderlich. Vor Erteilung der zweiten Weisung wäre, falls vorhanden, die Zustimmung eines etwaigen Aufsichtsrats oder Beirats der boerse-stuttgart Holding GmbH einzuholen. Die Mitwir-

kungsrechte der Hauptversammlung der EUWAX AG werden durch das Weisungsrecht der boerse-stuttgart Holding GmbH nicht berührt.

§ 1 Abs. 2 Sätze 1 bis 3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestimmen, dass die Eigenverantwortlichkeit des Vorstands der EUWAX AG durch den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nicht berührt wird und dem Vorstand weiterhin die Geschäftsführung und Vertretung der Gesellschaft obliegen. Der Vorstand der EUWAX AG entscheidet ferner eigenverantwortlich über die Einhaltung der gesetzlichen und aufsichtsbehördlichen Vorschriften. Damit wird sowohl den allgemeinen aktienrechtlichen Vorgaben als auch den besonderen Anforderungen Rechnung getragen, die sich aus dem Status der EUWAX AG als Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des KWG ergeben. Dies gilt unabhängig davon, aus welcher Quelle (z.B. Gesetz, Verordnung, Verwaltungsgrundsätze oder Weisungen) sich die jeweiligen Pflichten des Vorstands der EUWAX AG ergeben.

Die boerse-stuttgart Holding GmbH hat bei der Ausübung ihres Weisungsrechts die nach dem KWG bestehende Alleinverantwortung des Vorstands der EUWAX AG zu beachten und darf keine Weisungen erteilen, die zu einem Verstoß der EUWAX AG oder ihrer Organe gegen aufsichtsrechtliche Vorschriften, insbesondere die Bestimmungen des KWG, führen würden (§ 1 Abs. 2 Sätze 4 und 5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags). Diese Regelung dient dazu, den im KWG verankerten Grundsatz der aufsichtsrechtlichen Alleinverantwortlichkeit der Mitglieder des Vorstands der EUWAX AG als Geschäftsleiter eines Finanzdienstleistungsinstituts im Sinne von § 1 Abs. 2 Satz 1 KWG auch unter der Geltung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags durchzusetzen. Der boerse-stuttgart Holding GmbH steht kein Weisungsrecht zu und die boerse-stuttgart Holding GmbH darf ihr Weisungsrecht nicht ausüben, wenn und soweit dieses die Einhaltung bankenaufsichtsrechtlicher Anforderungen durch den Vorstand der EUWAX AG in Frage stellt. Ergehen Weisungen der boerse-stuttgart Holding GmbH unter Verstoß gegen diese Vorschriften, brauchen diese Weisungen durch den Vorstand der EUWAX AG nicht beachtet zu werden.

Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag enthält in § 1 Abs. 3 die Regelung, dass das Weisungsrecht nur durch die Geschäftsführer der boerse-stuttgart Holding GmbH in vertretungsberechtigter Anzahl ausgeübt werden kann. Die Regelung bietet für die Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH eine rechtssichere Grundlage zur Ausübung ihres Weisungsrechts. Die Regelung erleichtert auch dem Vorstand der EUWAX AG die Einschätzung, ob eine Weisung der boerse-stuttgart Holding GmbH im Sinne des Ver-

trags vorliegt. Entsprechend der gesetzlichen Regelung in § 309 Abs. 1 AktG sieht der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ferner vor, dass die Geschäftsführer der boerse-stuttgart Holding GmbH bei der Erteilung von Weisungen die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters im Sinne des AktG anzuwenden haben. Die Regelung schränkt in extremen Ausnahmefällen das Weisungsrecht der Geschäftsführer der boerse-stuttgart Holding GmbH ein.

§ 1 Abs. 4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags schließt aus, dass die boerse-stuttgart Holding GmbH den Vorstand der EUWAX AG zu einer Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags anweist. Die Regelung entspricht der gesetzlichen Bestimmung des § 299 AktG. Die Entscheidung, den Vertrag zu ändern, fortzusetzen oder zu beenden bleibt der eigenverantwortlichen Entscheidung des Vorstands der abhängigen Gesellschaft überlassen.

Das Weisungsrecht der boerse-stuttgart Holding GmbH ändert nichts daran, dass die EUWAX AG ein rechtlich selbständiges Unternehmen bleibt. Der Vorstand der EUWAX AG ist weiterhin verpflichtet, die Geschäfte der Gesellschaft zu führen und die Gesellschaft zu vertreten.

2. Informationsrechte

§ 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gibt der boerse-stuttgart Holding GmbH das Recht, jederzeit sämtliche Geschäftsunterlagen der EUWAX AG einzusehen, und verpflichtet deren Vorstand, der boerse-stuttgart Holding GmbH alle gewünschten Auskünfte zu erteilen. Daneben besteht eine regelmäßige, mindestens monatliche, Berichtspflicht des Vorstands der EUWAX AG gegenüber der boerse-stuttgart Holding GmbH.

Damit soll sichergestellt werden, dass der boerse-stuttgart Holding GmbH einerseits alle Informationen zur Verfügung stehen, die sie zur sorgfältigen Ausübung ihres Weisungsrechts benötigt. Andererseits soll die boerse-stuttgart Holding GmbH auch Informationen über die Auswirkungen ihrer Weisungen erhalten, um auch diese bei ihren Entscheidungen berücksichtigen zu können.

3. Gewinnabführung

Durch § 3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags verpflichtet sich die EUWAX AG, ihren gesamten Gewinn an die boerse-stuttgart Holding GmbH abzuführen. Die Regelung in § 3 Abs. 1 konkretisiert entsprechend der

gesetzlichen Regelung in § 301 AktG näher, welche bilanziellen Rechnungs-
posten für die Ermittlung des abzuführenden Gewinns der EUWAX AG zu be-
rücksichtigen sind. Grundsätzlich ist vom erwirtschafteten Jahresüberschuss
der Gesellschaft auszugehen. Als Gewinn ist grundsätzlich dasjenige abzufüh-
ren, was nach der Verrechnung mit einem Verlustvortrag aus dem Vorjahr und
der Einstellung in die gesetzliche Rücklage verbleibt. Der Betrag, der in die
gesetzlichen Rücklagen eingestellt wird, ist daher vom Jahresüberschuss abzu-
ziehen. Diese Regelung dient dazu, sicherzustellen, dass die Pflicht zur Bil-
dung der gesetzlichen Rücklage beachtet wird. Soweit im Vorjahr ein Verlust-
vortrag ausgewiesen wurde, ist dieser ebenfalls vom Jahresüberschuss abzu-
ziehen. Der sich aufgrund dieser Abzüge ergebende Betrag ist grundsätzlich an
die boerse-stuttgart Holding GmbH abzuführen.

Die boerse-stuttgart Holding GmbH und die EUWAX AG vereinbaren in § 3
Abs. 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ferner, dass über
die gesetzliche Rücklage hinaus Rücklagen generell nur gebildet werden dür-
fen, wenn und soweit diese Rücklagen handelsrechtlich zulässig und bei ver-
nünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet sind. Darüber
hinaus ist die Rücklagenbildung auch gestattet, soweit diese erforderlich ist,
um die Anforderungen an die Eigenmittelausstattung der EUWAX AG zu er-
füllen. Schließlich wird vertraglich festgelegt, dass maximal dasjenige an die
boerse-stuttgart Holding GmbH abgeführt werden darf, was nach der gesetz-
lich oder aufsichtsbehördlich vorgeschriebenen Zuführung zu Rücklagen ver-
bleibt. Die Einstellung von Beträgen aus dem Jahresüberschuss in Rücklagen
vermindert den an die boerse-stuttgart Holding GmbH abzuführenden Gewinn
bezogen auf das jeweilige Geschäftsjahr. Die Regelungen in § 3 Abs. 2 des
Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ermöglichen es dem Vorstand
der EUWAX AG zwar grundsätzlich, während des Bestehens des Beherr-
schungs- und Gewinnabführungsvertrags im Interesse der Gesellschaft Ge-
winnrücklagen auch über das gesetzlich zwingend erforderliche Maß hinaus zu
bilden. Der Umfang, in dem Rücklagen getätigt werden dürfen, ist dabei aber
auf das handelsrechtlich Zulässige und das kaufmännisch Vernünftige be-
schränkt. Freiwillige Rücklagen dürfen also nicht im beliebigen Umfang ge-
bildet werden. In jedem Fall zulässig bleibt jedoch die Bildung von Rückla-
gen, die erforderlich sind, um Vorgaben an die Eigenmittelausstattung der
EUWAX AG zu erfüllen. Derartige Vorgaben ergeben sich aus dem Status der
EUWAX AG als Finanzdienstleistungsinstitut. Gewinn, der erforderlich ist,
um vorgeschriebene Rücklagen zu bilden, darf nicht abgeführt werden. Inso-
fern ist der Grundsatz des § 3 Abs. 1 des Beherrschungs- und Gewinnabfüh-
rungsvertrags, dass der gesamte Gewinn abgeführt wird, eingeschränkt.

Nach § 3 Abs. 3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags darf die boerse-stuttgart Holding GmbH vom Vorstand der EUWAX AG die Auflösung freier Rücklagen verlangen, soweit die aufzulösenden Rücklagen während der Dauer des Vertrags gebildet wurden. Derart aufgelöste Rücklagen dürfen zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages verwendet oder als Gewinn abgeführt werden. Eine Grenze für die Auflösung von Rücklagen stellt die gesetzlich oder aufsichtsbehördlich vorgeschriebene Eigenmittelausstattung der EUWAX AG dar (Verweisung auf § 3 Abs. 5 Satz 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags). Aus § 3 Abs. 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ergibt sich somit, dass die boerse-stuttgart Holding GmbH berechtigt ist, im Interesse des Erhalts ihres Gewinnabführungsanspruchs die Auflösung freier Rücklagen zu verlangen, die während des Bestehens des Vertrags gebildet wurden. Die Beschränkung der Auflösung von Rücklagen im Hinblick auf die ausreichende Eigenmittelausstattung der EUWAX AG trägt wiederum dem Status der EUWAX AG als Finanzdienstleistungsinstitut Rechnung.

§ 3 Abs. 4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags macht die Bildung und Auflösung von Rücklagen generell von der Zustimmung der boerse-stuttgart Holding GmbH abhängig, sofern die Bildung oder Auflösung der Rücklage nicht aus zwingenden gesetzlichen oder aufsichtsbehördlichen Gründen erfolgt. Damit wird verhindert, dass die EUWAX AG durch die eigenmächtige Bildung freiwilliger Rücklagen den Gewinnabführungsanspruch der boerse-stuttgart Holding GmbH für das betroffene Geschäftsjahr mindert. Nur zwingend zu bildende Rücklagen sind auch ohne Zustimmung der boerse-stuttgart Holding GmbH möglich. Dies stellt insbesondere sicher, dass die EUWAX AG der Erfüllung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an ihre Eigenmittelausstattung eigenverantwortlich kontrollieren kann.

§ 3 Abs. 5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags untersagt zum einen die Auflösung von Rücklagen, die bereits vor dem Beginn des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestanden. Zum anderen gibt die Bestimmung vor, dass Rücklagen nur insoweit aufgelöst werden dürfen, als der EUWAX AG ausreichend Eigenmittel verbleiben, um insofern bestehende gesetzliche und aufsichtsbehördliche Vorgaben zu erfüllen. Der erste Teil der Vorschrift stellt sicher, dass an die boerse-stuttgart Holding GmbH nur das abgeführt werden kann, was durch die EUWAX AG während der Dauer des Unternehmensvertrags erwirtschaftet wurde. Die boerse-stuttgart Holding GmbH kann hingegen nicht verlangen, dass Beträge aus der Auflösung von

Rücklagen an sie abgeführt werden, soweit diese Rücklagen vor Beginn des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gebildet worden sind. Die boerse-stuttgart Holding GmbH kann nicht verlangen, dass Gewinne aus der Zeit vor dem Vertragsschluss, die zwischenzeitlich in Rücklagen eingestellt waren, abgeführt werden. Der zweite Teil der Vorschrift dient wiederum der Berücksichtigung der Anforderungen, die das Bankenaufsichtsrecht an die Eigenmittelausstattung der EUWAX AG als Finanzdienstleistungsinstitut stellt.

§ 3 Abs. 6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags sieht vor, dass die EUWAX AG erstmals den Gewinn für das gesamte Geschäftsjahr, in dem der Vertrag wirksam wird, an die boerse-stuttgart Holding GmbH abzuführen hat. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wird nach § 8 Abs. 1 und 2 erst wirksam, wenn ihm die Gesellschafterversammlung der boerse-stuttgart Holding GmbH und die Hauptversammlung der EUWAX AG zugestimmt haben und das Bestehen des Vertrags in das Handelsregister am Sitz der EUWAX AG eingetragen wurde. Darüber hinaus soll der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nach Maßgabe seines § 8 Abs. 2 frühestens zum 01.01.2008 wirksam werden. Die Verpflichtung der EUWAX AG zur Gewinnabführung an die boerse-stuttgart Holding GmbH besteht danach erstmals im Hinblick auf den Gewinn des Geschäftsjahrs 2008.

Der Anspruch der boerse-stuttgart Holding GmbH auf Herausgabe des gesamten Gewinns der EUWAX AG entsteht in diesem Falle erstmals im Jahre 2009 mit der Feststellung des Jahresabschlusses 2008 der EUWAX AG. Der festgestellte Jahresabschluss ist maßgeblich für die Höhe des Gewinnabführungsanspruches der boerse-stuttgart Holding GmbH.

4. *Verlustübernahme*

In Übereinstimmung mit der gesetzlichen Regelung in § 302 AktG sieht der Vertrag die Verpflichtung der boerse-stuttgart Holding GmbH vor, jeden während der Vertragsdauer entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen, soweit ein solcher ohne Berücksichtigung der Verlustausgleichsverpflichtung bei der Gesellschaft entstände, § 4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Die vertragliche Regelung sieht ferner vor, dass ein Jahresfehlbetrag auch dadurch ausgeglichen werden kann, dass den während der Laufzeit dieses Vertrags gebildeten anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden. Die Verlustübernahmeverpflichtung der boerse-stuttgart Holding GmbH gewährleistet, dass sich das Eigenkapital der EUWAX AG während der Vertragsdauer gegenüber dem Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Unterneh-

mensvertrags nicht vermindert. Die Verpflichtung der boerse-stuttgart Holding GmbH zur Übernahme eines Verlusts der EUWAX AG besteht im Gegenzug für das vertraglich eingeräumte Weisungsrecht sowie die Gewinnabführung. Die boerse-stuttgart Holding GmbH kann aufgrund ihrer Leitungsmacht maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsführung der EUWAX AG nehmen. Insbesondere kann sie – wie bereits ausgeführt – auch für die EUWAX AG nachteilige Weisungen erteilen. Entsprechend hat sie für Jahresfehlbeträge der Gesellschaft einzustehen, die während des Bestehens ihrer Leitungsmacht entstanden sind. Dabei ist es nicht erforderlich, dass Ursache für den Jahresfehlbetrag eine Weisung der boerse-stuttgart Holding GmbH gewesen ist. Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht auch für den Fall, dass die boerse-stuttgart Holding GmbH von ihrem Weisungsrecht keinen Gebrauch gemacht hat.

Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmals für den Verlust des gesamten Geschäftsjahrs, in dem der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag wirksam wird, § 4 Satz 3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Dies ist nach § 8 Abs. 1 und 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags das Geschäftsjahr 2008 und korrespondiert somit mit dem Zeitraum, für den die boerse-stuttgart Holding GmbH auch erstmals die Abführung eines Gewinns der EUWAX AG verlangen kann.

5. *Ausgleich*

Zu Gunsten der außenstehenden Aktionäre der Gesellschaft räumen § 5 und § 6 einen Ausgleichsanspruch und ein Angebot auf Barabfindung ein. Den außenstehenden Aktionären steht innerhalb der Angebotsfrist das Wahlrecht zu, gegen Abfindung aus der Gesellschaft auszuscheiden oder jährliche Ausgleichszahlungen in Anspruch zu nehmen.

Die boerse-stuttgart Holding GmbH gewährt jedem außenstehenden Aktionär der EUWAX AG während der Dauer des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags eine Ausgleichszahlung in Höhe von brutto EUR 3,85 und netto gegenwärtig EUR 2,86 je Stückaktie für jedes volle Geschäftsjahr der Gesellschaft. Die Verpflichtung zur Ausgleichszahlung besteht erstmals für das Geschäftsjahr, in dem der Vertrag wirksam wird.

§ 5 Abs. 1 Satz 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags regelt, dass es sich bei dem angegebenen Betrag der Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 3,85 um einen Bruttobetrag handelt. Von diesem sind die auf diesen Be-

trag entfallende Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach den jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Sätzen abziehen. Dieser Abzug von Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag bezieht sich jedoch nur auf den in dem Bruttobetrag enthaltenen anteiligen Ausgleich aus mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinnen. Dieser Anteil, von dem die rechnerische Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag abzuziehen ist, beträgt EUR 3,74 je Stückaktie. Die Höhe des zur Auszahlung gelangenden Betrags verändert sich daher, wenn sich die Sätze der Körperschaftsteuer oder des Solidaritätszuschlags ändern.

Nach den zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltenden Sätzen der Körperschaftsteuer (25 %) und des Solidaritätszuschlags (5,5 %) ist von dem anteiligen Ausgleich aus mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinnen in Höhe von EUR 3,74 ein Betrag in Höhe von EUR 0,99 abzuziehen. Zusammen mit dem übrigen anteiligen Ausgleich aus nicht mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinnen in Höhe von EUR 0,11 je Stückaktie ergibt sich daraus nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses eine Ausgleichszahlung in Höhe von insgesamt netto EUR 2,86 je Stückaktie. Die angegebenen Beträge beziehen sich jeweils auf ein volles Geschäftsjahr.

Nach § 5 Abs. 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags umfasst der sich nach § 5 Abs. 1 ergebende Ausgleichsbetrag alle von ihm einzubehaltenden gesetzlichen Abzugsteuern nebst Zuschlagsteuern (zum Beispiel Solidaritätszuschlag, Kirchensteuer). Diese gesetzlichen Abzugsteuern nebst Zuschlagsteuern werden bei der Auszahlung abgezogen. Von der Ausgleichszahlung (bei heutigen Steuersätzen) in Höhe von EUR 2,86 würde derzeit die Kapitalertragsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) einbehalten. Im Falle einer Änderung der Steuergesetze kann an die Stelle der Kapitalertragsteuer oder neben sie auch eine andere Abzugsteuer treten.

Der Anspruch auf die Ausgleichszahlung wird nach § 5 Abs. 3 des Vertrags am ersten Bankarbeitstag in Stuttgart nach der Hauptversammlung fällig, der der festgestellte Jahresabschluss der EUWAX AG vorgelegt wird oder die den Jahresabschluss feststellt. Dieser Zeitpunkt entspricht dem Zeitpunkt, zu dem auch ein Dividendenanspruch der Aktionäre der EUWAX AG regelmäßig fällig würde, wäre der Gewinn der Gesellschaft nicht auf Grundlage des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags abzuführen. Wird der Vertrag im Jahr 2008 wirksam, können die außenstehenden Aktionäre den Ausgleich für dieses Geschäftsjahr im Jahr 2009 am ersten Stuttgarter Bankarbeitstag nach

der Hauptversammlung der EUWAX AG, der der festgestellte Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2008 vorgelegt wird oder die diesen Jahresabschluss feststellt, verlangen. Art und Höhe sowie die Ermittlung der angemessenen Ausgleichszahlung sind im Einzelnen in Abschnitt D.I. sowie in der Anlage zu diesem Bericht erläutert und begründet.

§ 5 Abs. 4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags sieht eine Regelung für den Fall vor, dass der Vertrag während eines Geschäftsjahres der EUWAX AG endet oder die EUWAX AG während der Vertragsdauer ein Rumpfgeschäftsjahr bildet. In diesen Fällen vermindert sich der Ausgleichsanspruch der außenstehenden Aktionäre zeitanteilig.

In § 5 Abs. 5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wird die Auswirkung einer Erhöhung des Grundkapitals der Gesellschaft aus Gesellschaftsmitteln durch Ausgabe neuer Aktien auf die Ausgleichszahlung geregelt. Der Ausgleich je Aktie vermindert sich in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Ausgleichs unverändert bleibt. Die Bestimmung entspricht der gesetzlichen Regelung in § 216 Abs. 3 AktG. Danach wird der wirtschaftliche Inhalt vertraglicher Beziehungen der Gesellschaft zu Dritten durch die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nicht berührt.

§ 5 Abs. 6 des Vertrags stellt klar, dass außenstehenden Aktionären für Aktien, die sie aus einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen beziehen, eine Ausgleichsleistung in voller Höhe zusteht.

6. *Abfindung*

In § 6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ist die Verpflichtung der boerse-stuttgart Holding GmbH geregelt, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der EUWAX AG Aktien gegen eine Abfindung in Höhe von EUR 40,82 je Stückaktie zu erwerben. Art und Höhe sowie die Ermittlung der angemessenen Abfindung sind im Einzelnen in Abschnitt D.II. sowie in der Anlage zu diesem Bericht erläutert und begründet.

Gemäß § 6 Abs. 2 des Vertrags ist die Verpflichtung der boerse-stuttgart Holding GmbH zum Erwerb der Aktien eines außenstehenden Aktionärs befristet. In Übereinstimmung mit der gesetzlichen Regelung kann das Verlangen eines außenstehenden Aktionärs nur bis zum Ablauf von zwei Monaten nach dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Bestehens des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags im Handelsregister bekannt gemacht worden

ist. Diese Bekanntmachung erfolgt in dem Registerportal unter der Internetadresse www.handelsregister.de, das durch das Land Baden-Württemberg als das länderübergreifende, zentrale elektronische Informations- und Kommunikationssystem im Sinne von § 10 HGB bestimmt wurde, über das die Bekanntmachung der Eintragungen im Handelsregister erfolgt.

Die Frist verlängert sich im Fall der Einleitung eines Spruchverfahrens entsprechend der gesetzlichen Regelung nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG. Danach endet die Frist frühestens zwei Monate nach dem Tage, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag auf Bestimmung des Ausgleichs oder der Abfindung im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist.

In § 6 Abs. 3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wird die Auswirkung einer Erhöhung des Grundkapitals der EUWAX AG aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien auf die Höhe des Abfindungsangebots geregelt. Die je Aktie angebotene Abfindung vermindert sich in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung unverändert bleibt. Die Bestimmung entspricht wiederum der gesetzlichen Regelung in § 216 Abs. 3 AktG, nach der der wirtschaftliche Inhalt vertraglicher Beziehungen der Gesellschaft zu Dritten durch die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nicht berührt wird.

Für den Fall, dass vor Ablauf der Angebotsfrist das Grundkapital der EUWAX AG durch Bar- oder Sacheinlagen erhöht wird, stellt § 6 Abs. 4 des Vertrags klar, dass außenstehenden Aktionären für Aktien, die sie aus einer solchen Kapitalerhöhung beziehen, die sich aus dem Abfindungsangebot ergebenden Rechte ebenfalls zustehen.

In § 6 Abs. 5 verpflichten sich die Vertragsparteien schließlich, die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre für diese kostenfrei zu ermöglichen.

Die boerse-stuttgart Holding GmbH hat die Landesbank Baden-Württemberg, Stuttgart, als Zentralabwicklungsstelle mit der wertpapiertechnischen Abwicklung der Auszahlung der Barabfindung beauftragt. Die außenstehenden Aktionäre der EUWAX AG, die von dem Abfindungsangebot, nachdem es wirksam geworden ist, Gebrauch machen möchten, werden gebeten, die Aktien der EUWAX AG zum Zwecke der Entgegennahme der Barabfindung je Stückaktie mittels Weisung an ihre Depotbank durch diese der Landesbank Baden-

Württemberg, Stuttgart, oder einem anderen Kreditinstitut zur Weiterleitung an die Landesbank Baden-Württemberg, Stuttgart, während der üblichen Schalterstunden einzureichen und gegebenenfalls ihre Bankverbindung zwecks Überweisung der Abfindung mitzuteilen. Für die Wahrung der sich aus § 6 Abs. 2 des Vertrags ergebenden Angebotsfrist reicht es aus, dass die Erklärung zur Annahme des Abfindungsangebots innerhalb der Frist der jeweiligen Depotbank zugeht. Den Aktionären, die das Abfindungsangebot angenommen haben, wird die Barabfindung Zug um Zug gegen ordnungsgemäße Übertragung ihrer Stückaktien gutgeschrieben.

7. Geschäftsjahr 2007

Für den Fall, dass die EUWAX AG für das Geschäftsjahr 2007 einen geringeren als den sich nach § 5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ergebenden Betrag als Dividende ausschüttet, sieht § 7 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vor, dass die boerse-stuttgart Holding GmbH die außenstehenden Aktionäre so zu stellen hat, als sei eine Dividende in Höhe des sich nach § 5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ergebenden Betrags ausgeschüttet worden. Der Gewinn des Geschäftsjahrs 2007 wird durch die Verpflichtung zur Gewinnabführung nach § 3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags noch nicht erfasst, da diese Bestimmung erstmals für einen Gewinn des Geschäftsjahrs 2008 gilt. Ein Gewinn des Geschäftsjahrs 2007 unterliegt noch der regulären Gewinnverwendung, über die die Hauptversammlung der Gesellschaft beschließt. § 7 des Vertrags enthält eine zusätzliche Verpflichtung der boerse-stuttgart Holding GmbH zu Gunsten der außenstehenden Aktionäre: Unabhängig davon, welchen Betrag die EUWAX AG im Jahr 2008 für das Geschäftsjahr 2007 als Dividende ausschüttet, erhalten die außenstehenden Aktionäre im Ergebnis in jedem Fall mindestens einen Betrag in Höhe des sich nach § 5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ergebenden angemessenen Ausgleichs. Eine etwaige Differenz zwischen der tatsächlich ausgeschütteten Dividende und dem höheren Ausgleichsbetrag hat die boerse-stuttgart Holding GmbH zu tragen.

8. Weitere Vertragsbestimmungen

§ 8 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags enthält Regelungen zu den Wirksamkeitsvoraussetzungen, dem Beginn, der Dauer und der Kündigung des Vertrags.

a) Wirksamkeitsvoraussetzungen

§ 8 Abs. 1 und Abs. 2 sehen vor, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag erst wirksam wird, wenn die Hauptversammlung der EUWAX AG und die Gesellschafterversammlung der boerse-stuttgart Holding GmbH dem Abschluss des Vertrags zugestimmt haben sowie die Eintragung der Erhöhung des Stammkapitals der boerse-stuttgart Holding GmbH durch die Einbringung aller der von der Vereinigung gehaltenen Aktien an der EUWAX AG im Handelsregister erfolgt und damit wirksam geworden ist (aufschiebende Bedingungen). Darüber hinaus tritt die Wirksamkeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nicht ein, bevor dessen Bestehen im Handelsregister am Sitz der EUWAX AG eingetragen worden ist, sowie – mit Ausnahme der Bestimmungen zum Abfindungsangebot – nicht vor dem 01.01.2008, 0.00 Uhr.

Der Beschluss der Hauptversammlung der EUWAX AG ist nach § 293 Abs. 1 AktG erforderlich und bedarf einer Mehrheit von mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals. Die Rechtsprechung fordert in entsprechender Anwendung des § 293 Abs. 2 AktG auch, dass bei einer GmbH als Obergesellschaft die Gesellschafterversammlung mit einer Mehrheit von drei Viertel der abgegebenen Stimmen dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zustimmen muss. Die Verknüpfung der Wirksamkeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der Eintragung der Erhöhung des Stammkapitals der boerse-stuttgart Holding GmbH durch die Einbringung der von der Vereinigung gehaltenen Aktien an der EUWAX AG im Handelsregister dient dazu, sicherzustellen, dass der Unternehmensvertrag nur und erst wirksam wird, wenn die in diesem Bericht dargestellte Einbringung der Anteile an der EUWAX AG in die boerse-stuttgart Holding GmbH und die dargestellte Eigenkapitalausstattung der boerse-stuttgart Holding GmbH auch tatsächlich realisiert sind. Die Einbringung der Aktien in die boerse-stuttgart Holding GmbH ist eine der Maßnahmen zur besseren Koordinierung der Konzerngesellschaften, in deren Zusammenhang auch der Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags steht. Darüber hinaus verbessert die Erhöhung des Stammkapitals der boerse-stuttgart Holding GmbH durch Einbringung der Aktien an der EUWAX AG in die boerse-stuttgart Holding GmbH deren Bonität maßgeblich. Die außenstehenden Aktionäre der EUWAX AG sollen im Hinblick auf die Ansprüche, die sie mit der Wirksamkeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gegen die boerse-stuttgart Holding GmbH erwerben, die Gewissheit haben,

dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nur wirksam wird, wenn diese Bonitätsverbesserung tatsächlich eingetreten ist.

Die Eintragung des Bestehens des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags im Handelsregister am Sitz der EUWAX AG ist nach § 294 Abs. 2 AktG ebenfalls gesetzliche Wirksamkeitsvoraussetzung.

Der Umstand, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag – mit Ausnahme der Bestimmung zum Abfindungsangebot – nicht vor dem 01.01.2008 wirksam wird, hat zur Folge, dass das Weisungsrecht der boerse-stuttgart Holding GmbH frühestens ab diesem Zeitpunkt bestehen kann und ein Gewinnabführungsanspruch der boerse-stuttgart Holding GmbH, ein Verlustausgleichsanspruch der EUWAX AG sowie der Anspruch der außenstehenden Aktionäre auf die vertraglich geschuldete Ausgleichszahlung erstmals im Hinblick auf das Geschäftsjahr 2008 entstehen können. Von dem vertraglich definierten frühesten Anfangstermin nicht betroffen ist das Abfindungsangebot an die außenstehenden Aktionäre. Dieses wird bereits mit Eintritt der oben genannten aufschiebenden Bedingungen sowie der Eintragung des Bestehens des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags im Handelsregister – und damit gegebenenfalls auch bereits vor dem 01.01.2008 – wirksam, so dass es bereits ab diesem Zeitpunkt angenommen werden kann.

b) Vertragsdauer und Kündigung

§ 8 Abs. 3 des Vertrags bestimmt den Beginn und die Dauer des Vertrags. Der Vertrag wird für 5 Jahre fest abgeschlossen und verlängert sich unverändert jeweils um ein weiteres Jahr, falls er nicht spätestens einen Monat vor seinem jeweiligen Ablauf von einem Vertragspartner schriftlich gekündigt wird. Hinsichtlich des Kündigungszeitpunkts ist der Zugang des Kündigungsschreibens maßgeblich. Der Abschluss des Vertrags für eine Zeit von mindestens 5 Jahren ist für die Anerkennung einer steuerlichen Organschaft erforderlich.

§ 8 Abs. 4 des Vertrags stellt klar, dass beiden Vertragsparteien das Recht zur Kündigung aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Frist zusteht. Das Recht zur Kündigung aus wichtigem Grund kann vertraglich nicht ausgeschlossen werden. Als Beispiel für einen wichtigen Grund wird u.a. ein Kündigungsverlangen der BaFin genannt. Dies trägt wiederum dem Umstand Rechnung, dass es sich bei der EUWAX AG um ein Finanz-

dienstleistungsinstitut handelt und die EUWAX AG als solches stets in der Lage sein muss, den Anordnungen der Aufsichtsbehörde nachzukommen. Darüber hinaus nennt der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag als Beispiele eines wichtigen Grunds die Veräußerung der – im Wege der Einbringung durch die Vereinigung zwischenzeitlich erworbenen – Beteiligung der boerse-stuttgart Holding GmbH an der EUWAX AG an einen Dritten sowie eine Beseitigung der wesentlichen Wirkungen der steuerlichen Organschaft durch eine Änderung der gesetzlichen Vorschriften. Beides betrifft den Wegfall von Umständen, die für die Entscheidung der Geschäftsleitungen der Vertragsparteien, den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen, von besonderer Bedeutung waren.

c) Schlussbestimmung

§ 9 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags enthält schließlich eine so genannte salvatorische Klausel. Danach berührt eine etwaige Unwirksamkeit oder Undurchführbarkeit einzelner Bestimmungen des Vertrags nicht die Wirksamkeit der übrigen Bestimmungen. Beide Vertragsparteien verpflichten sich für diesen Fall, statt der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung eine wirksame und durchführbare Bestimmung zu vereinbaren, die dem Zweck der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung wirtschaftlich am nächsten kommt. Die Regelung in § 9 wurde lediglich aus Gründen rechtlicher Vorsorge aufgenommen.

II. Auswirkungen auf die Aktionäre der EUWAX AG

1. Keine Auswirkung auf die Beteiligungsquote

Durch den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der EUWAX AG und der boerse-stuttgart Holding GmbH verändert sich die Beteiligungsquote der Aktionäre an der EUWAX AG nicht.

2. Keine Einschränkung des Stimmrechts

Der Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags schränkt das Stimmrecht oder andere Aktionärsrechte – abgesehen von der nachfolgend dargestellten Substitution des Dividendenanspruchs durch den Ausgleichsanspruch – nicht ein. Die außenstehenden Aktionäre sind – soweit sie nicht ge-

gen Abfindung aus der Gesellschaft ausscheiden – weiterhin zur Teilnahme an den Hauptversammlungen der EUWAX AG berechtigt.

3. *Ausgleichs- statt Dividendenanspruch*

Soweit die außenstehenden Aktionäre nicht gegen Abfindung aus der Gesellschaft ausscheiden, steht ihnen während der Dauer des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags der in Abschnitt D.I. sowie in der Anlage zu diesem Bericht näher erläuterte Ausgleichsanspruch zu. Dieser tritt an die Stelle des Dividendenanspruchs der Aktionäre.

4. *Kein Wegfall der Börsennotierung*

Der Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags hat ferner keine Auswirkungen auf die Börsennotierung der EUWAX AG.

5. *Steuerliche Auswirkungen für die außenstehenden Aktionäre der EUWAX AG*

Sowohl die Zahlung des Ausgleichs nach § 5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags an verbleibende außenstehende Aktionäre als auch die Zahlung der Abfindung nach § 6 des Vertrags an ausscheidende außenstehende Aktionäre haben steuerliche Folgen, die jeweils von den persönlichen steuerlichen Verhältnissen des Aktionärs abhängen.

Für Aktionäre, die ausschließlich in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig sind, können insbesondere die Körperschaftsteuer, die Gewerbesteuer, die Einkommensteuer, die Kapitalertragsteuer sowie Zuschlagsteuern (insbesondere der Solidaritätszuschlag und für kirchensteuerpflichtige natürliche Personen die Kirchensteuer) betroffen sein. Bei der Beurteilung der steuerlichen Auswirkungen ist von entscheidender Bedeutung, ob die Aktien an der EUWAX AG im Privatvermögen oder in einem Betriebsvermögen gehalten werden und ob der Aktionär eine natürliche Person, eine Personengesellschaft oder eine Körperschaft ist. Auch die Beteiligungsquote, mit der ein Aktionär an der EUWAX AG beteiligt ist oder in der Vergangenheit war, sowie der Zeitraum, über den die Beteiligung bestand, haben Einfluss auf die steuerlichen Auswirkungen. Neben der Steuerpflicht für Ausgleichszahlungen, die in der Regel wie Dividenden besteuert werden, sollte besonderes Augenmerk auf die mögliche Besteuerung eines Veräußerungsgewinns im Falle eines Ausscheidens gegen Abfindung gelegt werden. Je nach Einzelfall kann sich auch für Privatpersonen mit geringer Beteiligungsquote ein steuerpflichtiger Veräu-

berungsgewinn ergeben, so dass vor einer Entscheidung über das Ausscheiden die konkreten steuerlichen Folgen für den Aktionär geprüft werden sollten.

Die steuerlichen Auswirkungen für in Deutschland nicht unbeschränkt steuerpflichtige oder in mehreren Staaten unbeschränkt steuerpflichtige Aktionäre werden beeinflusst von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Aktionär ansässig ist, sowie von den Regelungen eines etwa bestehenden Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung. Die steuerliche Situation ist hier häufig noch sehr viel komplexer als bei einem nur in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Aktionär.

Den außenstehenden Aktionären wird in jedem Fall dringend empfohlen, die steuerlichen Auswirkungen, die Zahlungen auf der Grundlage des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags für sie haben können, anhand ihrer persönlichen Verhältnisse durch einen steuerlichen Berater prüfen zu lassen. Nur dieser ist in der Lage, die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Aktionärs angemessen zu bewerten. Die steuerliche Prüfung sollte erfolgen, bevor eine Entscheidung über das Ausscheiden oder den Verbleib als Aktionär getroffen wird.

D. Erläuterung des Ausgleichs- und Abfindungsanspruchs

I. Ausgleichsanspruch

1. Arten des Ausgleichsanspruchs

Nach § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre vorsehen. Die Ausgleichszahlung ist in Form einer auf die Anteile am Grundkapital bezogenen wiederkehrenden Geldleistung zu erbringen. Das Aktiengesetz lässt zwei Arten der Ausgleichszahlung zu:

a) Fester Ausgleich

Nach § 304 Abs. 2 AktG kann der angemessene Ausgleich durch die jährliche Zahlung eines festen Betrags bestimmt werden („fester Ausgleich“). Für die Höhe der Ausgleichszahlung sind die bisherige Ertragslage der Gesellschaft und ihre künftigen Ertragsaussichten zu berücksichtigen.

b) Variabler Ausgleich

Nur für den Fall, dass der andere Vertragsteil (herrschendes Unternehmen) eine Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien ist, kann als Ausgleichszahlung auch ein variabler Betrag festgelegt werden („variabler Ausgleich“). Der variable Ausgleich bemisst sich an der jeweiligen Dividende, die die Aktionäre des herrschenden Unternehmens künftig erhalten. Zur Festsetzung der variablen Ausgleichszahlung ist festzustellen, in welchem Verhältnis die Aktien der beherrschten Gesellschaft bei einer Verschmelzung in Aktien der herrschenden Gesellschaft umgetauscht werden könnten („Verschmelzungswertrelation“). Die Festlegung eines variablen Ausgleichs kam vorliegend nicht in Betracht, da die boerse-stuttgart Holding GmbH keine Aktiengesellschaft ist.

2. *Bemessungsgrundlage für den Ausgleichsanspruch*

Als Ausgleichszahlung ist gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Der angemessene Ausgleich hat die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag zu berücksichtigen. Auch bei einer Veränderung der Ertragslage der Gesellschaft ist unverändert die vertraglich bestimmte Ausgleichszahlung für die Dauer des Vertrags zu leisten.

3. *Höhe des Ausgleichsanspruchs*

Zur Bewertung der EUWAX AG sowie der Bemessung des angemessenen Ausgleichs und der angemessenen Abfindung nach §§ 304 und 305 AktG haben die boerse-stuttgart Holding GmbH, die EUWAX AG und die Vereinigung die KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft („KPMG“) gemeinsam mit der Erstellung einer gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung und der angemessenen Ausgleichszahlung beauftragt. KPMG hat am 11. Mai 2007 in der Funktion eines neutralen Gutachters im Sinne des IDW S1 seine gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der EUWAX AG zum 29. Juni 2007 vorgelegt („Gutachtliche Stellungnahme“). Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragsschließenden Unter-

nehmen im Sinne des § 293 a Abs. 1 Satz 2 AktG sind nicht aufgetreten. In der Gutachtlichen Stellungnahme kommt KPMG zu dem Ergebnis, dass der angemessene Ausgleich im Sinne des § 304 AktG brutto EUR 3,85 EUR und netto gegenwärtig EUR 2,86 je Stückaktie der EUWAX AG beträgt.

Die Gutachtliche Stellungnahme wurde durch den Vorstand der EUWAX AG und die Geschäftsführer der boerse-stuttgart Holding GmbH mit den Verfassern der Stellungnahme ausführlich erörtert. Anhaltspunkte für Zweifel an der Richtigkeit der Gutachtlichen Stellungnahme, des methodischen Vorgehens und der Ergebnisse ergaben sich für den Vorstand der EUWAX AG und die Geschäftsführer der boerse-stuttgart Holding GmbH nicht. Der Vorstand der EUWAX AG und die Geschäftsführer der boerse-stuttgart Holding GmbH machen sich den Inhalt der Gutachtlichen Stellungnahme in vollem Umfang zu Eigen und die Gutachtliche Stellungnahme hiermit zum Bestandteil dieses Vertragsberichts. Die Gutachtliche Stellungnahme ist diesem Bericht als Anlage beigelegt.

Auf der Grundlage der Gutachtlichen Stellungnahme haben die Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH und der Vorstand der EUWAX AG den von KPMG ermittelten Betrag des angemessenen Ausgleichs einvernehmlich als solchen festgelegt. Zur Erläuterung und Begründung der Höhe der Ausgleichszahlung nehmen die Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH und der Vorstand der EUWAX AG auf die Gutachtliche Stellungnahme Bezug.

4. Absicherung des Ausgleichsanspruchs

Die Vereinigung hat mit der boerse-stuttgart Holding GmbH einen freiwilligen Garantievertrag abgeschlossen. Darin verpflichtet sich die Vereinigung gegenüber der boerse-stuttgart Holding GmbH, dieser, sollte sie nicht in der Lage sein, den Ausgleichsanspruch der außenstehenden Aktionäre zu erfüllen, den hierzu erforderlichen Geldbetrag als Darlehen oder Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Die Verpflichtung der Vereinigung gilt nur im Falle der eingetretenen oder drohenden Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung der boerse-stuttgart Holding GmbH oder soweit die Leistung der Vereinigung erforderlich ist, um eine sonst durch die Erfüllung des Ausgleichsanspruchs eintretende oder drohende Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung der boerse-stuttgart Holding GmbH abzuwenden. Die Verpflichtung der Vereinigung ist beschränkt auf den Betrag, den die boerse-stuttgart Holding GmbH im Wege der Gewinnabführung nach Maßgabe des Beherrschungs- und Gewinnabfüh-

rungsvertrags von der EUWAX AG erhält abzüglich eines etwaigen von der boerse-stuttgart Holding GmbH an die EUWAX AG geleisteten Verlustausgleichs, sowie auf den Betrag, den die Vereinigung als Gesellschafterin der boerse-stuttgart Holding GmbH im Wege der Ausschüttung von dieser erhält. Ausschlaggebend für die Beschränkung ist der niedrigere der beiden bezeichneten Beträge. Wirtschaftlich betrachtet hilft der Garantievertrag sicherzustellen, dass Gewinne der EUWAX AG, die auf Grundlage des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags an die boerse-stuttgart Holding GmbH abgeführt wurden, dieser zur Verfügung stehen, wenn sie zur Bedienung des Ausgleichsanspruchs der außenstehenden Aktionäre aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag benötigt werden. Der Garantievertrag dient damit dazu, den Ausgleichsanspruch der außenstehenden Aktionäre abzusichern. Einen unmittelbaren Anspruch außenstehender Aktionäre gegen die Vereinigung begründet der Garantievertrag nicht. Der Garantievertrag steht noch unter der aufschiebenden Bedingung, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG wirksam wird.

II. Abfindungsanspruch

1. *Alternative zum Ausgleichsanspruch*

Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG sieht neben dem Ausgleichsanspruch auch das Recht der außenstehenden Aktionäre der EUWAX AG vor, auf Verlangen gegen Barabfindung in Höhe von EUR 40,82 je Aktie aus der Gesellschaft auszuschneiden. Die außenstehenden Aktionäre können sich frei entweder für die angebotene jährliche Ausgleichszahlung oder aber innerhalb der sich aus § 6 Abs. 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ergebenden Frist für ein Ausscheiden aus der Gesellschaft gegen Barabfindung entscheiden. Die außenstehenden Aktionäre können von der boerse-stuttgart Holding GmbH verlangen, dass sie gegen Zahlung des Abfindungsbetrages die Aktien an der EUWAX AG erwirbt. Falls sich die Frist für die Wahl der Abfindung durch die Einleitung eines Spruchverfahrens nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG verlängert und vor Ablauf der Frist bereits Ausgleichszahlungen geleistet wurden, werden diese bei einer späteren Annahme des Abfindungsgebots angerechnet. Durch die Anrechnung wird sichergestellt, dass Aktionäre, die das Abfindungsangebot vor einer Ausgleichszahlung angenommen haben, nicht benachteiligt werden.

2. *Arten des Abfindungsanspruchs*

Als Abfindung kommen nach § 305 Abs. 2 AktG die Gewährung von Aktien oder eine Barabfindung in Betracht. Aktien des herrschenden Unternehmens sind zu gewähren, wenn dieses selbst eine Aktiengesellschaft oder eine Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz im Inland ist, die nicht von einer anderen Gesellschaft abhängig ist oder in deren Mehrheitsbesitz steht. Wird die herrschende Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien ihrerseits von einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz im Inland beherrscht oder steht sie in deren Mehrheitsbesitz, so können als Abfindung entweder Aktien dieser Gesellschaft oder eine Barabfindung vorgesehen werden. In allen anderen Fällen ist zwingend eine Barabfindung anzubieten.

Da die boerse-stuttgart Holding GmbH eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist, muss den außenstehenden Aktionären zwingend eine Barabfindung angeboten werden. Diese hat nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag zu berücksichtigen.

3. *Höhe der Barabfindung*

In der Gutachtlichen Stellungnahme kommt KPMG zu dem Ergebnis, dass die angemessene Abfindung im Sinne des § 305 AktG EUR 40,82 je Stückaktie der EUWAX AG beträgt. Nach dem Ergebnis der Gutachtlichen Stellungnahme, deren Inhalt sie sich zu Eigen gemacht haben, haben die Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH und der Vorstand der EUWAX AG den von KPMG ermittelten Abfindungsbetrag in Höhe von EUR 40,82 je Aktie einvernehmlich als solchen festgelegt. Zur Erläuterung und Begründung der Höhe des Abfindungsbetrags nehmen die Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH und der Vorstand der EUWAX AG wiederum auf die Gutachtliche Stellungnahme Bezug.

E. Vertragsprüfung

Auf gemeinsamen Antrag der Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH und des Vorstands der EUWAX AG hat das Landgericht Stuttgart die PKF Fasselt & Partner Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Duisburg, als gemeinsamen sachverständigen

Prüfer ausgewählt und mit Beschluss vom 2. April 2007 bestellt (§§ 293 b, 293 c AktG). Der Vertragsprüfer erstattet über das Ergebnis seiner Prüfung gesondert Bericht.

Stuttgart, 16. Mai 2007

boerse-stuttgart Holding GmbH

Die Geschäftsführer



Thomas Munz

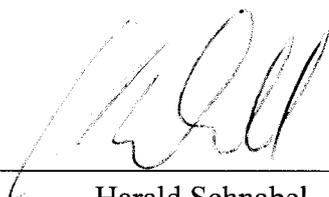


Hartmut Rueß

Stuttgart, 16. Mai 2007

EUWAX Aktiengesellschaft

Der Vorstand



Harald Schnabel



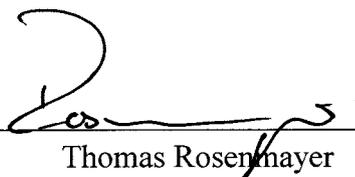
Ralph Danielski



Ralf Nachbauer



Thomas Krotz



Thomas Rosenmayer

Anlage

**Gutachtliche Stellungnahme
zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung
und der angemessenen Ausgleichszahlung
im Rahmen der §§ 304 und 305 AktG zum 29. Juni 2007**

Gutachtliche Stellungnahme
zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung
und der angemessenen Ausgleichszahlung
im Rahmen der §§ 304 und 305 AktG
zum 29. Juni 2007

EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart



Gutachtliche Stellungnahme
zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung
und der angemessenen Ausgleichszahlung
im Rahmen der §§ 304 und 305 AktG
zum 29. Juni 2007

EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 1 | Auftrag und Auftragsdurchführung..... | 1 |
| 1.1 | Auftrag..... | 1 |
| 1.2 | Auftragsdurchführung..... | 2 |
| 2 | Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen..... | 4 |
| 2.1 | Gesellschaftsrechtliche Grundlagen..... | 4 |
| 2.2 | Wirtschaftliche Grundlagen..... | 5 |
| 2.2.1 | Geschäftstätigkeit und Organisation..... | 5 |
| 2.2.2 | Marktumfeld und Wettbewerbsverhältnisse..... | 11 |
| 3 | Allgemeine Bewertungsgrundsätze..... | 14 |
| 3.1 | Ertragswert..... | 14 |
| 3.2 | Sonderwerte..... | 16 |
| 3.3 | Liquidations- und Substanzwert..... | 16 |
| 3.4 | Börsenwert..... | 16 |
| 4 | Methodische Vorgehensweise..... | 18 |
| 4.1 | Abgrenzung und Struktur des Bewertungsobjekts..... | 18 |
| 4.2 | Bewertungsstichtag..... | 18 |
| 4.3 | Analyse der Ertragskraft und Ableitung der Zukunftserfolge..... | 18 |
| 4.3.1 | Analyse der Vergangenheitsergebnisse..... | 19 |
| 4.3.2 | Analyse der Planungsrechnung..... | 19 |
| 4.3.3 | Bestimmung des nachhaltigen Ergebnisses..... | 20 |
| 5 | Planungsrechnung..... | 21 |
| 6 | Kapitalisierungszinssatz..... | 30 |
| 6.1 | Basiszinssatz..... | 30 |
| 6.2 | Risikozuschlag..... | 31 |
| 6.3 | Wachstumsrate..... | 36 |
| 7 | Unternehmenswert..... | 37 |
| 7.1 | Ertragswert..... | 37 |
| 7.2 | Wert je Aktie..... | 38 |
| 8 | Analyse des Börsenkurses der EUWAX AG..... | 40 |
| 9 | Barabfindung und Ausgleichszahlung..... | 44 |
| 9.1 | Barabfindung nach § 305 AktG..... | 44 |
| 9.2 | Ausgleichszahlung nach § 304 AktG..... | 44 |
| 10 | Schlussbemerkung..... | 47 |

Anlagenverzeichnis

Anlage 1 Überleitung bereinigte/unbereinigte Betriebsergebnisse

Anlage 2 Allgemeine Auftragsbedingungen

1 Auftrag und Auftragsdurchführung

1.1 Auftrag

Der Vorstand der Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e.V., Stuttgart (im Folgenden „Börsen-Vereinigung“), der Vorstand der EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart, sowie die Geschäftsführung der boerse-stuttgart Holding GmbH, Stuttgart, haben uns gemeinsam mit Schreiben vom 30. März 2007 beauftragt, den Unternehmenswert der

EUWAX Aktiengesellschaft, Stuttgart,
(im Folgenden „EUWAX AG“ oder Gesellschaft)

zu ermitteln.

Gegenstand unseres Auftrages ist die Erstellung einer Gutachtlichen Stellungnahme über den Unternehmenswert der EUWAX AG und die Ermittlung der Höhe des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG sowie der Höhe der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG als Vorbereitung auf die Berichterstattung im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gemäß § 291 AktG. Als Bewertungsstichtag haben wir den 29. Juni 2007, den Tag der beabsichtigten ordentlichen Hauptversammlung, an dem über den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags entschieden werden soll, zugrunde gelegt.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir den Standard IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Hauptfachausschusses des Instituts der Wirtschaftsprüfer vom 18. Oktober 2005 (IDW S 1) zugrunde gelegt. Im Sinne dieser Stellungnahme geben wir unser Gutachten in der Funktion eines **neutralen Gutachters** ab. Der von uns ermittelte Unternehmenswert stellt danach eine objektivierte Größe dar.

Dem Auftrag liegen die als Anlage 2 beigefügten **Allgemeinen Auftragsbedingungen** für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2002 zugrunde. Die Haftungshöchstsumme bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen und ergänzenden schriftlichen Vereinbarungen. Im Verhältnis zu Dritten ist Nr. 1 Abs. 2 und Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen maßgebend.

Die Gutachtliche Stellungnahme wird im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gemäß § 291 AktG zwischen der gegründeten boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG erstellt und ist nur für die interne Verwendung durch die Auftraggeber bestimmt. Die interne Verwendung umfasst auch die Verwendung der Gutachtlichen Stellungnahme, insbesondere der Bewertungsergebnisse, im Rahmen der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre der EUWAX AG sowie der Gesellschafterversammlung der boerse-stuttgart Holding GmbH. Dies schließt die

Möglichkeit zur Einsichtnahme in die Gutachtliche Stellungnahme im Rahmen der Einsichtnahme von Unterlagen der EUWAX AG durch die Aktionäre im Zusammenhang mit der Hauptversammlung sowie der Gesellschafterversammlung der boerse-stuttgart Holding GmbH ein.

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

Nicht Dritte im Sinne dieses Absatzes sind die von den Auftraggebern im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Vertrag gemäß § 291 AktG beauftragten Anwälte, Prüfer und Berater, soweit diese berufsrechtlich zur Verschwiegenheit verpflichtet sind und nicht von den Auftraggebern von der Verpflichtung zur Verschwiegenheit entbunden werden.

1.2 Auftragsdurchführung

Wir haben unsere **Arbeiten** vom 30. März 2007 bis zum 11. Mai 2007 in den Geschäftsräumen der EUWAX AG sowie in unseren Büros in Frankfurt und München durchgeführt.

Die wesentlichen unserer Tätigkeit zugrunde liegenden **Unterlagen** haben wir nachfolgend zusammengestellt:

- Geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der Ernst & Young Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft versehene Jahresabschlüsse der EUWAX AG der Jahre 2004 bis 2006
- Geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der Ernst & Young Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft versehene Konzernabschlüsse der EUWAX AG der Jahre 2005 bis 2006
- Abhängigkeitsberichte der EUWAX AG für die Geschäftsjahre 2004 bis 2006
- Monatsberichterstattung der EUWAX AG per 28. Februar 2007
- Planungsrechnung der EUWAX AG für die Jahre 2007 bis 2009 vom November 2006
- Erläuterungen und Unterlagen zum neuen Marktmodell der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse, in dem die EUWAX AG als Quality Liquidity Provider tätig wird

- Satzung der EUWAX AG
- Handelsregisterauszug der EUWAX AG
- Entwurf des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG in der Fassung vom 10. Mai 2007
- Gemeinsamer Vertragsbericht der EUWAX AG und der boerse-stuttgart Holding GmbH vom 10. Mai 2007 im Entwurf

Darüber hinaus haben uns die von den Auftraggebern benannten **Auskunftspersonen** bereitwillig weitergehende Informationen erteilt.

Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für den Bewertungsanlass zur Verfügung gestellten Unterlagen. Diese haben wir kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung unterzogen. Die Planungsrechnungen wurden von uns auf ihre Plausibilität überprüft und mit dem Vorstand der EUWAX AG und anderen verantwortlichen Mitarbeitern diskutiert. Ergänzend haben wir die aktuellen rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die Kunden- und Emittentenstruktur sowie die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der vergangenen Jahre beachtet.

Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung des Unternehmenswertes der EUWAX AG grundsätzlich ohne Nachkommastelle ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen. Soweit nicht gesondert erläutert, entsprechen sämtliche für den EUWAX Konzern wiedergegebenen Finanzzahlen den Bestimmungen der International Financial Reporting Standards (IFRS).

Der Vorstand der EUWAX AG sowie der Vorstand der Börsen-Vereinigung haben uns gegenüber eine **Vollständigkeitserklärung** mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieses Gutachtens von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden.

2 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

2.1 Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

Die EUWAX AG ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit **Sitz** in Stuttgart. Sie ist in das **Handelsregister** des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 19972 eingetragen.

Das **Grundkapital** der EUWAX AG beträgt € 5.150.000 und ist eingeteilt in 5.150.000 Stückaktien.

Bei der EUWAX AG handelt es sich um ein Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des § 1 Abs 1a KWG. Gegenstand des **Unternehmens** ist

- das Betreiben von börslichen und außerbörslichen Wertpapiergeschäften einschließlich aller damit im Zusammenhang stehender Tätigkeiten und das Betreiben von Terminhandelsgeschäften sowie
- die Emissionsberatung, die Softwareerstellung und -vermarktung sowie Informationsbeschaffung und -vermarktung

Die **Satzung** der EUWAX AG ist gültig in der Fassung vom 14. Juli 2006. Das Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr.

Die EUWAX AG verfügt zum 31. Dezember 2006 über 4 Beteiligungsunternehmen, wovon die eBAG Internet GmbH, Stuttgart (im Folgenden „eBAG GmbH“), sowie die Tradejet AG, Zürich (im Folgenden „Tradejet AG“), als Tochterunternehmen voll konsolidiert werden.

Die eBAG GmbH, an der die EUWAX AG 100 % hält, unterhält derzeit keinen eigenen Geschäftsbetrieb. Der Unternehmensgegenstand der zu 53 % gehaltenen Tradejet AG umfasst den Betrieb einer elektronischen Plattform für die Entgegennahme und Weiterleitung von Börsenaufträgen sowie die Erbringung weiterer Dienstleistungen im Finanzbereich.

Die assoziierten Unternehmen T.I.Q.S. Verwaltungs GmbH, Stuttgart (im Folgenden „T.I.Q.S. Verwaltungs GmbH“), sowie die T.I.Q.S. GmbH & Co. KG, Stuttgart (im Folgenden „T.I.Q.S. GmbH & Co. KG“), die jeweils zu 49 % gehalten werden, werden „at equity“ bilanziert.

Geschäftsgegenstand der T.I.Q.S. Verwaltungs GmbH ist die Übernahme und Verwaltung der Beteiligung als geschäftsführungsbefugte, persönlich haftende Gesellschafterin und alleinige Komplementärin an der T.I.Q.S. GmbH & Co. KG. Unternehmensgegenstand der T.I.Q.S. GmbH & Co. KG ist die Entwicklung, Vermarktung und der Betrieb sowie die Fortentwicklung von Plattformen für den börslichen und außerbörslichen Handel von Instrumenten und Produkten des Kapitalmarktes.

2.2 Wirtschaftliche Grundlagen

2.2.1 Geschäftstätigkeit und Organisation

Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der EUWAX AG als Skontroführer und Quality Liquidity Provider (QLP) sind börsliche und außerbörsliche Wertpapier- und Terminhandelsgeschäfte.

Die Geschäftstätigkeit der EUWAX AG wird dominiert von dem Segment Skontroführung und QLP Services. Hierunter fällt die Handelstätigkeit im Derivatesegment EUWAX sowie die Skontroführung für Aktien, Renten und Fonds am Börsenplatz Stuttgart. Im börslichen Derivatehandel ist die EUWAX AG in Deutschland führend.

Der Derivatehandel stellt die wichtigste Ertragsquelle der EUWAX AG dar. Bis zum 31. Dezember 2006 war die EUWAX AG als Skontroführer für Anlage- und Hebelprodukte tätig und ermöglichte einen schnellen und zuverlässigen Börsenhandel für Privatanleger und Emittenten. Die Einführung des neuen Marktmodells zum 1. Januar 2007 hat das Dienstleistungsangebot der EUWAX AG verändert. Die Preisermittlung erfolgt in technischer Hinsicht elektronisch durch die boerse-stuttgart AG, Stuttgart, (im Folgenden „boerse-stuttgart AG“). Die EUWAX AG als QLP sichert den Qualitätsstandard des Derivatehandels durch die Plausibilitätsprüfung der Market-Maker-Informationen und die Stellung eigener Liquidität für den Derivatehandel. Die Emittenten und Handelsteilnehmer entrichten jeweils eine volumenabhängige Vergütung an die boerse-stuttgart AG, welche pro Geschäft nach oben und unten und bei Emittenten auch in der Gesamthöhe begrenzt ist. Die EUWAX AG erhält von dieser Vergütung einen prozentualen Anteil von der boerse-stuttgart AG für die erbrachten Dienstleistungen.

Den Emittenten von Derivaten stehen nun drei Handelsmodelle zur Auswahl. Im Handelsmodell A übernimmt der QLP die maximale Betreuung der Derivate und kann auf eigenes Risiko in den Handel zur Erhöhung der Marktliquidität einsteigen. Das Handelsmodell B erlaubt der EUWAX AG den zeitlich verzögerten Einstieg in den Handel, um die Liquidität und die Handelsqualität sicherzustellen. Der Emittent ist im Handelsmodell C ausschließlicher Liquiditätsspender. Die EUWAX AG agiert lediglich zur Verhinderung von Teilausführungen innerhalb der Emittentenpreisspanne. Der Handel in den Modellen B und C stellt an die Emittenten erhöhte Anforderungen vor allem des Kommunikationssystems. Daher erfolgt bisher der überwiegende Handel im Modell A. Aus der Liquiditätsspende können sich für die EUWAX AG zusätzlich Ergebnisbeiträge ergeben.

Neben dem Derivatehandel betreibt die EUWAX AG den Handel für inländische Aktien sowie den Fondshandel und den Rentenhandel. Als Skontroführer übernimmt die EUWAX AG die Preisfeststellung und sichert die Qualität des Wertpapierhandels. Voraussichtlich zum 2. Juli 2007 werden auch diese Segmente auf den elektronischen Handel umgestellt. Die formale Zustimmung der hierfür zuständigen Gremien steht noch aus. Die Ausgestaltung der zukünftigen

Tätigkeit als QLP in diesen Bereichen soll mit der Maßgabe erfolgen, dass sich für die EUWAX AG keine Ergebnisauswirkungen ergeben.

Im Segment Eigenhandel, Beteiligungen & Venture Capital sind das eigene Handelsergebnis sowie die voll konsolidierten Beteiligungen Tradejet AG und eBAG Internet GmbH und die at equity bilanzierten T.I.Q.S. Verwaltungs GmbH und T.I.Q.S. GmbH & Co. KG zusammengefasst. Die EUWAX AG betreibt Eigenhandel. Der strategische Aktienhandel wurde im Jahr 2006 stark reduziert.

Die Tradejet AG ist ein Onlinebroker für Wertpapierorders von transaktionsstarken und vermögenden Anlegern auf dem Schweizer Markt. Die Abwicklung der Orders erfolgt durch die Züricher Privatbank Maerki Baumann & Co. AG. Zugleich ermöglicht die Tradejet AG den Anlegern den Over the counter (OTC)-Handel und bietet eine Börseninformationsplattform an. Dies führt zu einer weiteren Erhöhung der Bekanntheit des Segments EUWAX auf dem Schweizer Markt.

Das Segment Corporate Items erbringt Dienstleistungen für den EUWAX Konzern und weitere verbundene Unternehmen und erwirtschaftet Erträge aus der Festgeldanlage. Als wesentliche Leistung erbringt die EUWAX AG Programmierdienstleistungen von Software und übernimmt das Management von IT-Projekten für den EUWAX Konzern und weitere verbundene Unternehmen.

Im EUWAX Konzern waren in 2006 durchschnittlich 120 Mitarbeiter beschäftigt. Hiervon entfallen 110 Mitarbeiter auf die EUWAX AG und 10 Mitarbeiter auf die Tradejet AG. Die at equity bilanzierten T.I.Q.S. Gesellschaften beschäftigen darüber hinaus in Summe 4 Mitarbeiter.

Die Ertragslage des EUWAX Konzerns der Geschäftsjahre 2004 bis 2006 stellt sich unbereinigt wie folgt dar:

| EUWAX Konzern | | | |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2004 | 2005 | 2006 |
| | T€ | T€ | T€ |
| Zinsergebnis | 1.247 | 1.177 | 2.261 |
| Dividendenerträge | 15 | 3 | 3 |
| Provisionsergebnis | 30.488 | 30.423 | 42.094 |
| Handelsergebnis | 17.198 | 18.922 | 21.247 |
| Ergebnis aus Finanzanlagen | 702 | -150 | 686 |
| Verwaltungsaufwand | 24.483 | 25.655 | 32.417 |
| Personalaufwand | 11.869 | 10.584 | 13.883 |
| anderer Verwaltungsaufwand | 11.713 | 14.029 | 16.938 |
| Abschreibungen | 901 | 1.042 | 1.596 |
| Sonstige Erträge | 2.665 | 2.306 | 2.314 |
| Sonstige Aufwendungen | 59 | 5 | 2.544 |
| Ergebnis vor Ertragsteuern | 27.774 | 27.023 | 33.644 |
| Ertragsteuern | 10.953 | 11.513 | 12.595 |
| Steuerquote | 39,44% | 42,60% | 37,44% |
| Ergebnis nach Steuern | 16.821 | 15.510 | 21.049 |
| Anteile anderer Gesellschafter | -225 | -404 | -400 |
| Konzernjahresüberschuss | 17.046 | 15.914 | 21.449 |

Nach einer Ertragsentwicklung auf weitgehend konstantem Niveau im Geschäftsjahr 2005 (+1,5 %) konnte der EUWAX Konzern im Jahr 2006 ein 31,6 %iges Ertragswachstum, getrieben von einer Steigerung des Provisionsergebnis (+38,4 %) und des Handelsergebnis (+12,3 %) erzielen. Der anhaltende Boom im Markt für verbriefte Derivate hat zu einer gestiegenen Orderanzahl (+30,4 %) besonders im ersten Halbjahr 2006 und einer Erhöhung der durchschnittlichen Ordergröße geführt. Damit eng verbunden war der Anstieg des Provisionsergebnisses. Das Handelsergebnis konnte sich aufgrund der ungünstigen Volatilitätsentwicklung in der zweiten Jahreshälfte nicht so positiv wie das Provisionsergebnis entwickeln. Der Anstieg des Ergebnisses aus Finanzanlagen resultiert aus dem Verkauf einzelner Wertpapierpositionen und der positiven Entwicklung der T.I.Q.S.-Gesellschaften.

Die Erhöhung des Verwaltungsaufwandes um 26,4 % ist in den Anpassungen und der Weiterentwicklung des Geschäftsmodells, den vom Handelsvolumen abhängigen variablen Verwaltungsaufwendungen und bei weitgehend konstanter Mitarbeiterzahl in dem erfolgsabhängigen variablen Vergütungsanteil begründet. Zudem wurden einmalige Sonderaufwendungen für den

Entschädigungsfall „Phoenix“¹ und aus Abschreibungen auf Forderungen und Software in Höhe von € 2,5 Mio. notwendig.

¹ Der Entschädigungsfall „Phoenix“ betrifft die insolvente Phoenix Kapitaldienst GmbH. Diese hatte angabegemäß für Anleger den gemeinsamen Handel mit Derivaten übernommen und den Verbleib von eingezahlten Anlagegeldern gefälscht. Die Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) ist verpflichtet, bei Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen Entschädigungen an die Anleger zu zahlen. Als Mitglied der EdW muss die EUWAX AG den entsprechenden Anteil an den zu erwartenden Entschädigungszahlungen übernehmen.

Die folgende Übersicht stellt die Vermögenslage des EUWAX Konzerns der Geschäftsjahre 2004 bis 2006 dar:

| EUWAX Konzern | | | |
|--|---------------|---------------|----------------|
| | 2004 | 2005 | 2006 |
| | T€ | T€ | T€ |
| Aktiva | | | |
| Barreserve | 1 | 3 | 6 |
| Forderungen an Kreditinstitute | 54.231 | 66.075 | 84.843 |
| Forderungen an Kunden | 130 | 0 | 0 |
| Handelsaktiva | 8.897 | 6.576 | 482 |
| Available for Sale-Bestände | 7.590 | 6.621 | 8.293 |
| Finanzanlagen | 732 | 732 | 1.010 |
| Sachanlagen | 1.055 | 847 | 1.764 |
| Immaterielle Vermögenswerte | 1.707 | 1.706 | 2.199 |
| Sonstige Aktiva | 335 | 319 | 1.427 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | 42 | 65 | 41 |
| Aktive latente Steuern | 376 | 158 | 50 |
| Bilanzsumme Aktiva | 75.095 | 83.101 | 100.115 |
| Passiva | | | |
| Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten | 154 | 261 | 155 |
| Verbindlichkeiten gegenüber Kunden | 0 | 0 | 195 |
| Handelspassiva | 23 | 15 | 137 |
| Sonstige Passiva | 7.385 | 8.024 | 8.839 |
| Rückstellungen | 2.570 | 751 | 2.661 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | 895 | 873 | 640 |
| Gezeichnetes Kapital | 5.050 | 5.100 | 5.150 |
| Kapitalrücklagen | 18.883 | 19.712 | 21.414 |
| Gewinnrücklagen | 30.015 | 40.076 | 50.586 |
| Eigenkapital ohne Bilanzgewinn | 53.948 | 64.888 | 77.150 |
| Bilanzgewinn/Bilanzverlust | 9.125 | 7.706 | 10.166 |
| Anteile im Fremdbesitz | 994 | 583 | 172 |
| | 64.067 | 73.177 | 87.488 |
| Bilanzsumme Passiva | 75.095 | 83.101 | 100.115 |

Die Aktivseite der Bilanz des Jahres 2006 ist durch eine Erhöhung der kurzfristigen Vermögenswerte geprägt, die überwiegend auf dem Anstieg der Posten Forderungen an Kreditinstitute, Finanz-, Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte sowie sonstige Aktiva beruht.

Der Anstieg der Forderungen an Kreditinstitute resultiert aus dem positiven Cashflow der laufenden Geschäftstätigkeit. Die Forderungen an Kreditinstitute bestehen aus Tages- und Termingeldern sowie Guthaben in laufender Rechnung.

Unter den Finanzanlagen werden die Beteiligungen an der T.I.Q.S. Verwaltungs GmbH und der T.I.Q.S. GmbH & Co. KG ausgewiesen. Die Entwicklung der Sachanlagen und der immateriellen Vermögenswerte ist geprägt von Investitionen in Sachanlagen sowie der Erstellung neuer Software. Hierin sind ebenfalls Anzahlungen für Leistungen im Zusammenhang mit der Erstellung der Software IHRMA enthalten.

Die sonstigen Aktiva beinhalten vor allem Forderungen gegen Finanzbehörden. Die Erhöhung im Jahr 2006 beruht auf der barwertigen Aktivierung eines Körperschaftsteuerguthabens in Höhe von T€ 779.

Die Verbindlichkeiten gegenüber Kunden beinhalten Courtagerückvergütungen der EUWAX AG.

Die positive Entwicklung des Unternehmensergebnisses führt zu einer Steigerung der variablen Löhne und Gehälter und bedingt den Anstieg der sonstigen Passiva.

Die Rückstellungen wurden aufgrund des Entschädigungsfalls „Phoenix“ um T€ 1.933 erhöht. Im Vergleich zum Jahr 2004 wurden in den Jahren 2005 und 2006 Rückstellungen als abgegrenzte Verbindlichkeiten behandelt. Dabei handelt es sich um Verbindlichkeiten für Abschluss- und Prüfungskosten, Leistungsboni und Aufsichtsratsvergütungen.

Der Anstieg der Gewinnrücklagen resultiert im Wesentlichen aus der Thesaurierung des Jahresüberschusses.

2.2.2 Marktumfeld und Wettbewerbsverhältnisse

Der börslich organisierte Derivatehandel in Deutschland konzentriert sich auf die Standorte Frankfurt und Stuttgart. Am Standort Frankfurt erfolgt der Derivatehandel im Qualitätsstandard SmartTrading, in Stuttgart wird der Börsenhandel von Derivaten vor allem im Segment EUWAX durchgeführt.² Im börslichen Derivatehandel hat der Börsenplatz Stuttgart eine führende Position mit einem Marktanteil von über 70 %.³ Die Deutsche Börse AG wird gemeinsam mit der Schweizer Börse SWX Group ab dem Jahr 2008 ein eigenes Marktsegment gründen, das ursprünglich unter dem Namen Alex vorgesehen war, und basierend auf der XETRA Plattform den Handel mit strukturierten Produkten für Privatanleger anbieten.⁴ Die EUWAX AG hat zum 1. Januar 2007 ihr Geschäftsmodell umgestellt und unterstützt nun als Quality Liquidity Provider den börslichen Derivatehandel am Handelsplatz Stuttgart.⁵

Der Derivatehandel wird von zwei Produktarten geprägt, Anlage- und Hebelzertifikate. Anlagezertifikate sind von einer Bank begebene Schuldverschreibungen, denen ein Korb von Aktien oder Investmentfonds zu Grunde liegt. Sie dienen besonders der langfristigen Investition und verfügen über ein geringeres Risiko als das zu Grunde liegende Portfolio. Hebelzertifikate umfassen Optionsscheine, Knock-Out Produkte und exotische Optionen und ermöglichen den Investoren bei richtiger Markteinschätzung eine überproportionale Wertentwicklung.⁶ Der Umsatz des deutschen Derivatemarktes verteilt sich zu rund 74 % auf Anlagezertifikate sowie zu rund 26 % auf Hebelzertifikate.⁷

Der Handel mit Anlagezertifikaten profitiert von der aktuell positiven Stimmung an den Aktienmärkten.⁸ Der Hebelprodukthandel korreliert dagegen mit der Marktvolatilität. Eine Steigerung der Volatilität ermöglicht Anlegern eine erhöhte Renditechance und führt zu einem Anstieg der Transaktionen.⁹ Kurzfristig wird eine weitere Erhöhung der Volatilität am Aktienmarkt und damit ein Anstieg des Derivatehandels erwartet.¹⁰ Für die kommenden Jahre wird daher ein jährlicher Anstieg des Handelsvolumens für Derivate um 15 bis 20 % erwartet, nachdem in den

² Vgl. Deutsche Börse AG, Smart Trading: Optionsscheine und Zertifikate, Internet, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/listcontent/gdb_navigation/market_data_analytics/25_realtime_market_data/20_spot_market/Content_Files/is_sp_smart_trading.htm.

³ Vgl. Deutsches Derivate Institut, DDI Marktübersicht, März 2007.

⁴ Vgl. Deutsche Börse AG, Unternehmensmitteilung vom 24. Oktober 2006.

⁵ Vgl. Deutsches Derivate Institut, Vorträge zum 3. Deutschen Derivate Tag 2006, Börsendienstleistung im Wandel – das neue Marktmodell der Boerse Stuttgart, Internet, <http://www.ddi.de/ddi/aktuelles.htm?u=0&k=0&scite=deutscherderivatetag>, September 2006.

⁶ Vgl. Deutsches Derivate Institut, Lexikon, Internet, 2007.

⁷ Vgl. Derivate Forum, Marktvolumen 2007.

⁸ Vgl. Deutsche Bank Research, Retail certificates: A German success story, 19. März 2007.

⁹ Vgl. Deutsches Derivate Institut, DDI Marktübersicht, Februar 2007.

¹⁰ Vgl. Wall Street Online, Hedgefondsmanager setzen auf steigende Volatilität, 19. Januar 2007; Credit Suisse, Trends, Februar 2007; AIG Invest, E-News der AIG Private Bank: Zunehmende Volatilität, Februar 2007.

Jahren 2004 bis 2006 ein durchschnittliches jährliches Wachstum um 48,7 % auf € 109,6 Mrd. zu verzeichnen war.¹¹

Begründet ist die dynamische Entwicklung unter anderem durch das zurück gewonnene Vertrauen der deutschen Privatanleger in den Börsenhandel nach dem Einbruch der Aktienkurse 2002. Anstelle des Aktienkaufes investieren die Deutschen nun verstärkt in Zertifikate.¹² Dabei nutzen sie vermehrt neue Anlagekategorien wie Garantiezertifikate und Risikoprofile wie Bonus- oder Knock-Out-Zertifikate.¹³ Zugleich wurde der Zertifikatehandel deutlich vereinfacht. Neben dem OTC-Handel können Privatanleger Zertifikate über Haus- und Direktbanken, Online-Plattformen und Börsen kaufen und jederzeit verkaufen.

Die Banken unterstützen den Vertrieb von Zertifikaten an Privatanleger durch Beraterschulungen und spezielle Produktoffensiven. Aktuell wird täglich eine Vielzahl neuer Derivate entwickelt, so dass die Anzahl emittierter Derivate in den letzten Monaten deutlich angestiegen ist, bedingt durch die Entwicklung neuer Zertifikattypen und die Verwendung innovativer Underlyings wie Devisen oder Aktien mit segmentspezifischem Hintergrund wie Private Equity oder Sportereignisse.¹⁴ Zum 31. Dezember 2006 waren in Deutschland 137.515, zum 31. März 2007 bereits 169.839 derivative Produkte gelistet. Dabei entfallen, gemessen an Stückzahlen, 52,8 % der gelisteten Produkte auf derivative Hebelprodukte und 47,2 % auf derivative Anlageprodukte. Gegenüber März 2006 entspricht dies einer Steigerung um 89,4 %.¹⁵

Die Vielzahl der Neuemissionen und Produktinnovationen ermöglicht den Kunden zwar ein größeres Anlagespektrum, erhöht aber zugleich die Unübersichtlichkeit des Marktes und damit den Beratungsbedarf durch Finanzintermediäre.¹⁶ Der zunehmenden Marktdynamik begegnet der Gesetzgeber mit erhöhten Transparenzanforderungen zum Schutz der Privatanleger. Das im Jahr 2005 in Kraft getretene Wertpapierprospektgesetz (WpPG) und die Prospektverordnung (ProspektVO) erfordern von den Emittenten die Darstellung der für den Handel bedeutsamen Finanzpositionen und führt durch die europaweite Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde zu einer Harmonisierung des Handels.¹⁷ Die Umsetzung von MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) erfordert von den Handelsplattformen und deren Betreibern erweiterte Publikationsleistungen und Organisati-

¹¹ Vgl. Deutsche Bank Research, Retail certificates: A German success story, 19. März 2007; Financial Times Deutschland, Die Erfolgsgeschichte geht weiter, 21. Februar 2007; Derivate Forum, Marktvolumen, 2007.

¹² Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, Aktienkultur mit Sicherheitsgurt, 14. März 2007.

¹³ Vgl. Handelsblatt, Internet, Zertifikate-Anlagestrategie, 2007; Frankfurter Allgemeine Zeitung, Aktienkultur mit Sicherheitsgurt, 14. März 2007; Deutsche Bank Research, Retail certificates: A German success story, März 2007.

¹⁴ Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, Jeden Tag 700 neue Derivate, 21. November 2006; Handelsblatt, Neue Chancen mit Devisen, 24. April 2007; Handelsblatt, Private Equity für alle, 20. April 2007; Handelsblatt, Weltmeisterliche Zertifikate, 19. April 2007; Handelsblatt.

¹⁵ Vgl. Deutsches Derivate Institut, DDI Marktübersicht, März 2007.

¹⁶ Vgl. Handelsblatt, Gebühren extra, 13. April 2007; Frankfurter Allgemeine Zeitung, Teuer und intransparent, 20. Dezember 2006.

¹⁷ Vgl. Deutsche Bank Research, Retail certificates: A German success story, 19. März 2007.

onsanforderungen. Zugleich ermöglicht es den Anlegern eine höhere Preis- und Umsatztransparenz und fördert damit das Vertrauen in diese Anlagekategorie. Die Mitglieder des Derivate Forums haben zur weiteren Vertrauensbildung gegenüber den Anlegern einen freiwilligen Derivatekodex verabschiedet. Darin wird die Einhaltung von Standards bei der Emission, Strukturierung, Vertrieb und Marketing derivativer Wertpapiere garantiert.¹⁸

Gleichzeitig ist das Aufkommen alternativer, einfacher strukturierter Finanzprodukte zu den Derivaten wie Contract for difference (CFD) beobachtbar. Dies erhöht die Gefahr der Abwanderung von Kapital in andere Anlageformen.¹⁹ Ebenso können Instabilitäten der Handelssysteme wie Ende Februar 2007 zu Ausweich- und Abwanderungsbewegungen der Anleger führen.²⁰ Außerbörsliche Handelssysteme und der direkte Handel von Kreditinstituten erhöhen zudem den Wettbewerbsdruck. Von den Börsen erfordert dies umfangreiche und flexibel an neue Produkte anpassbare Handelssysteme, erweiterte Dokumentationspflichten sowie einen hohen Grad an Dienstleistungsqualität und Handelszuverlässigkeit. Besonders die Verhandlungsmacht der Emittenten und die Vielzahl alternativer Vertriebswege über Direkthandel oder OTC-Geschäft erhöht den Wettbewerbsdruck für Börsen- und Handelsplattformen und erfordern einen differenzierten Marktauftritt.

¹⁸ Vgl. Deutsche Bank Research, Retail certificates: A German success story, 19. März 2007; Derivate Forum, Derivate Kodex, 2007.

¹⁹ Vgl. boerse.ard.de, CFD: Die neue Börsenwette, 17. November 2006.

²⁰ Vgl. Financial Times Deutschland, IT-Pannen schrecken Derivatebranche auf, 7. März 2007.

3 Allgemeine Bewertungsgrundsätze

Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in der Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW), insbesondere in dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1), gefunden.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die vorliegende Bewertung folgt, sind Abfindung und Ausgleich aus einem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen typisierten und intersubjektiv nachprüfaren Zukunftserfolgswert aus der Perspektive eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept dar.

3.1 Ertragswert

In der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis ist allgemein anerkannt, dass der Ertragswert einen geeigneten Maßstab für den Wert eines Unternehmens darstellt.

Nach IDW S 1, Abschnitt 2.1., kann die Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted Cash Flow-Verfahren erfolgen. Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert nach dem von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt. Da bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen (vgl. ebenda Abschnitt 7.1), wurde auf eine Darstellung der Unternehmenswerte nach einem Discounted Cash Flow-Verfahren verzichtet.

Der Ertragswert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Zukunftserfolgswert). Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert (vgl. IDW S 1, Abschnitt 2.1.).

Die zur Ermittlung des Ertragswertes abzubühenden Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner ergeben sich vorrangig aus den Ausschüttungen der vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Überschüsse. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Bei der Ermittlung der den Unternehmenseignern zufließenden Nettoeinnahmen sind auch die Thesaurierungen finanzieller Überschüsse des Unternehmens sowie die Verwendung nicht ausgeschütteter Beträge zu berücksichtigen. Diese Beträge können zur Investition, zur Tilgung von Fremdkapital oder zur

Rückführung von Eigenkapital (zum Beispiel Aktienrückkäufe) verwendet werden (vgl. IDW S 1, Abschnitt 4.4.1.1).

Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, ergeben sich die Ausschüttungen der Überschüsse sowie die Verwendung thesaurierter Beträge für die erste Phase (so genannte Detailplanungsphase) aus der Planungsrechnung selbst. Im Rahmen der zweiten Phase (so genannte Fortführungsphase oder ewige Rente) ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten einer Alternativanlage ist. Für die Wiederanlage der thesaurierten Beträge ist typisierend entweder die kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszinssatz (vor Berücksichtigung der auf Unternehmensebene anfallenden Steuern) oder wertgleich eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner anzunehmen, die diese letztlich über Wertsteigerungen realisieren können (vgl. IDW S 1, Abschnitt 4.4.2.3). Aus diesem Grund umfassen im Folgenden die Nettoeinnahmen der Anteilseigner sowohl die ihnen zufließenden Dividenden als auch die unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge.

Da die Ermittlung des Unternehmenswertes aus der Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, ist – im Gegensatz zu der steuerfreien Zurechnung der Thesaurierungen – die Steuerbelastung der Anteilseigner auf die Dividenden aus dem Unternehmen zu berücksichtigen. Durch die Einbeziehung einer durchschnittlichen typisierten Steuerbelastung von 35 % wird vermieden, dass ein objektivierter Unternehmenswert von der individuellen steuerlichen Situation eines jeden einzelnen Unternehmenseigners abhängig ist. Da nach dem derzeit gültigen Steuersystem bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften noch das Halbeinkünfteverfahren zu berücksichtigen ist,²¹ wird bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse eine typisierte persönliche Steuerbelastung in Höhe von 17,5 % der ausgeschütteten Gewinne in Ansatz gebracht, während thesaurierte Gewinne keine persönliche Steuerbelastung tragen (vgl. IDW S 1, Abschnitt 4.4.2.5).

Die Bewertung der Gesellschaft wurde außerdem entsprechend der herrschenden Meinung in der Rechtsprechung und der Betriebswirtschaftslehre auf „stand-alone-Basis“ vorgenommen, das heißt, alle positiven und negativen Verbundeffekte, die erst durch den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag erzielt werden können, wurden außer Betracht gelassen. Gleiches gilt für solche Investitionen und Desinvestitionen und sonstige Maßnahmen, die nur bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages durchgeführt werden können. Vor Wirksamwerden eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags im Rahmen eines sog. fakti-

²¹ In Übereinstimmung mit dem Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW werden die Auswirkungen der angekündigten Steuerreform noch nicht berücksichtigt, da die künftigen Änderungen des Steuerrechts noch nicht hinreichend konkretisiert sind; insbesondere stehen noch die Beschlüsse der gesetzgebenden Organe aus.

schen Konzernverhältnisses bei der EUWAX AG realisierbare Synergien wurden bei der Wertableitung berücksichtigt. Damit sind unechte Synergien abgedeckt.

3.2 Sonderwerte

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva und Immobilien in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögens- teile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wäre.

Es lag kein gesondert zu bewertendes Vermögen vor.

3.3 Liquidations- und Substanzwert

Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen.

Da im vorliegenden Fall die bewertete Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und fer- ner davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (zum Beispiel Sozialpläne, Entschädigungen) und dem hohen Anteil immateriellen Vermögens über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, wurde auf die Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes im Rahmen dieses Berichts verzichtet. Eine überschlägige Schätzung des Liquidationswerts führte zum Ergebnis, dass der Liquidationswert unter dem Ertragswert liegt.

Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriel- len Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung. Ein Substanzwert wurde deshalb nicht ermittelt.

3.4 Börsenwert

Da die Aktien der EUWAX AG an verschiedenen Wertpapierbörsen zum Handel zugelassen sind, wäre es denkbar, den Wert der Gesellschaft auch anhand der aus dem Aktienkurs abgelei- teten Marktkapitalisierung der EUWAX AG zu bestimmen. Allerdings können gewichtige Ar- gumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsen- kurs von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Marktes,

von zufallsbedingten Umsätzen sowie von spekulativen und sonstigen nicht wertbezogenen Einflüssen abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann.

Eine Verwendung von Börsenkursen (Marktkapitalisierung) als Grundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich kann eine Unternehmensbewertung nach den dargestellten Grundsätzen nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt verwendet und in der Bewertungsmethodik die Kapitalmarktkalküle übernimmt. Die hier dargestellte Bewertung basiert auf einer Analyse von Vergangenheitsdaten und unternehmensinternen Plandaten, die in diesem Detaillierungsgrad und Umfang nicht öffentlich zugänglich sind.

Das Bundesverfassungsgericht hat mit Beschluss vom 27. April 1999 entschieden, dass bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen (zum Beispiel Abfindung und Ausgleich nach §§ 304, 305 AktG, § 320b AktG oder § 327a f. AktG) der Börsenkurs bei der Ermittlung einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre als Mindestwert zu berücksichtigen ist (1 BvR 1613/94). Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet jedoch nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts nicht, dass er stets allein maßgeblich sein müsse. Eine Überschreitung ist verfassungsrechtlich unbedenklich. Es kann aber auch verfassungsrechtlich beachtliche Gründe geben, ihn zu unterschreiten.

Zur Entwicklung und Relevanz des Börsenkurses der Aktie der EUWAX AG verweisen wir auf Kap. 8.

4 Methodische Vorgehensweise

Die im vorstehenden Abschnitt erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen abstrakten Rahmen, der für die Anwendung auf das Bewertungsobjekt noch zu konkretisieren ist. Die Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze in die konkrete methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der EUWAX AG wird im Folgenden erläutert.

4.1 Abgrenzung und Struktur des Bewertungsobjekts

Bewertungsobjekt ist die EUWAX AG. Die EUWAX AG wurde auf Basis ihrer konsolidierten Planungsrechnung bewertet. Die Planungsrechnung des EUWAX Konzerns wird in Kapitel 5 dargestellt und erläutert.

Die Planungsrechnung umfasst alle konsolidierten verbundenen Unternehmen und assoziierten Unternehmen.

Der Unternehmenswert der EUWAX AG ergibt sich aus dem Ertragswert. Gesondert zu bewertendes Vermögen lag nicht vor.

4.2 Bewertungsstichtag

Für die Ermittlung des Unternehmenswerts der EUWAX AG wurde als Bewertungsstichtag der 29. Juni 2007, der Tag der beabsichtigten ordentlichen Hauptversammlung der EUWAX AG, zugrunde gelegt.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 1. Januar 2007 festgelegt. Alle prognostizierten Überschüsse wurden auf diesen Stichtag abgezinst. Der sich zum 1. Januar 2007 ergebende Unternehmenswert wurde auf den 29. Juni 2007 aufgezinst.

4.3 Analyse der Ertragskraft und Ableitung der Zukunftserfolge

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

4.3.1 Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Die im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswertes der EUWAX AG nach der Ertragswertmethode vorgenommene Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnung der Gesellschaft dient dem Zweck, die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können.

Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse durchgeführten Bereinigungen wirken sich nicht unmittelbar auf die Ermittlung des Unternehmenswertes aus, da die Wertermittlung auf den Ergebnissen der zukünftigen Geschäftsjahre beruht und damit die bereinigten Ergebnisse der Vergangenheit lediglich Plausibilisierungszwecken dienen. Daher werden bei der Vergangenheitsbereinigung nur die wesentlichen Effekte berücksichtigt.

4.3.2 Analyse der Planungsrechnung

Die Planungsrechnung besteht aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Plan-Bilanzen. Die Detailplanungsphase umfasst die Jahre 2007 bis 2009. Das nachhaltige Ergebnis bildet die Geschäftsjahre 2010 ff. ab.

Die Planungsrechnung ist nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) auf Ebene des EUWAX Konzerns erstellt worden.

Die Erstellung der Planungsrechnung ist Bestandteil des regelmäßigen internen Planungs- und Berichterstattungsprozesses der EUWAX AG. Die der Bewertung zugrunde liegende Planungsrechnung basiert auf der im Herbst 2006 erstellten und im November 2006 vom Vorstand verabschiedeten sowie vom Aufsichtsrat genehmigten Planung. Die operative Planung des EUWAX Konzerns berücksichtigt explizit die erwarteten Veränderungen bei Preisen und Kosten. Es handelt sich somit um eine nominelle Planung.

Die Planungsrechnung wurde von uns in Abstimmung mit der Gesellschaft aufgrund aktueller Erkenntnisse um die Entwicklungen im ersten Quartal 2007 angepasst. Die Anpassungen betreffen im Wesentlichen die nachfolgend beschriebenen Sachverhalte.

Die Aktualisierung der Ergebnisschätzung für die Geschäftsjahre 2007 bis 2009 spiegelt die leicht positivere Einschätzung des Geschäftsverlaufs sowie den prognostizierten Einfluss der neuen Handelsmodelle auf das Handelsergebnis wider. Die Anpassungen betreffen neben den Erlösgrößen auch die korrespondierenden Aufwandsposten, insbesondere die variablen Verwaltungs- und Personalaufwendungen. Zusätzlich zu den genannten Sachverhalten wurde ab dem Planjahr 2008 ein modifiziertes Gehaltsmodell abgebildet, das die Wettbewerbsfähigkeit der EUWAX AG am Personalmarkt sicherstellen soll. Im Ergebnis führt die Anpassung des Gehaltsmodells zu einer Verstetigung des durchschnittlichen Gehaltsniveaus je Mitarbeiter. Die Auswirkungen wurden in Höhe der Differenz zu den Planansätzen der verabschiedeten Pla-

nungsrechnung berücksichtigt. Abschließend wurde die Gewinnverwendung entsprechend der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen angepasst.

Die in der Detailplanungsphase geplanten Überschüsse wurden den Aktionären im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswertes der EUWAX AG in Höhe der erwarteten Ausschüttungen als Dividende zugerechnet.

4.3.3 Bestimmung des nachhaltigen Ergebnisses

Für die Bewertung der EUWAX AG hat die Abschätzung des nachhaltigen Ergebnisses besondere Bedeutung, da die Übergangseffekte aus der Einführung des neuen Geschäftsmodells sowie damit einhergehende Änderungen der Erlösströme sowie der Profitabilität abzubilden sind.

Neben der Bereinigung der aus der Einführung des neuen Geschäftsmodells resultierenden Übergangseffekte wurden insbesondere der nachhaltige Investitionsbedarf sowie die nachhaltige Steuerbelastung ohne Sondereffekte, die beispielsweise aus steuerlichen Verlustvorträgen resultieren, berücksichtigt.

5 Planungsrechnung

Die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung des EUWAX Konzerns für die Geschäftsjahre 2007 bis 2009 einschließlich dem nachhaltigen Jahr 2010 ff. ist – unter Gegenüberstellung der bereinigten Ergebnisse der Geschäftsjahre 2005 bis 2006 (vgl. Abschnitt 2.2 und 4.3.1) - in der nachfolgenden Tabelle dargestellt. Die Überleitung der bereinigten Ergebnisse zu den unbereinigten Ergebnissen ist in der Anlage 1 zu diesem Bericht erläutert:

| EUWAX Konzern | | | | | | |
|---|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | bereinigte Vergangenheit* | | Planung | | | nachhaltig |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 ff. |
| | T€ | T€ | T€ | T€ | T€ | T€ |
| Zinsergebnis | 1.177 | 2.261 | 2.614 | 2.726 | 2.872 | 2.999 |
| Dividendenerträge | 3 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Provisionsergebnis | 30.423 | 42.094 | 41.630 | 45.968 | 49.677 | 50.422 |
| Handelsergebnis | 18.080 | 21.517 | 20.181 | 19.071 | 16.687 | 13.683 |
| Ergebnis aus Finanzanlagen | -150 | 686 | 345 | 345 | 345 | 351 |
| Verwaltungsaufwand | 25.655 | 32.083 | 31.905 | 34.627 | 37.134 | 36.270 |
| Personalaufwand | 10.584 | 13.883 | 13.358 | 13.979 | 14.704 | 14.924 |
| anderer Verwaltungsaufwand | 14.029 | 16.784 | 16.866 | 17.890 | 18.819 | 18.846 |
| Abschreibungen | 1.042 | 1.416 | 1.682 | 2.758 | 3.611 | 2.500 |
| Sonstige Erträge | 1.739 | 1.970 | 760 | 977 | 1.216 | 1.234 |
| Sonstige Aufwendungen | 5 | 103 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Ergebnis vor Ertragsteuern nach Bereinigungen | 25.614 | 36.345 | 33.627 | 34.461 | 33.663 | 32.419 |
| Bereinigungen | 1.409 | -2.701 | | | | |
| Ergebnis vor Ertragssteuern lt. Konzernabschluss | 27.023 | 33.644 | 33.627 | 34.461 | 33.663 | 32.419 |
| Ertragsteuern | 11.513 | 12.595 | 13.965 | 13.382 | 12.345 | 12.454 |
| Ergebnis nach Steuern | 15.510 | 21.049 | 19.662 | 21.079 | 21.318 | 19.965 |
| Auf andere Gesellschafter entfallender Gewinn/Verlust | -404 | -400 | -588 | 161 | 975 | 822 |
| Konzernjahresüberschuss | 15.914 | 21.449 | 20.250 | 20.918 | 20.342 | 19.142 |

*bereinigt um Abgangsgewinn Sachanlagevermögen sowie a.o.Aufwendungen und Erträge

Die Erträge und Aufwendungen der Geschäftsjahre 2005 und 2006 wurden nach Bereinigung um Abgangsgewinne im Sachanlagevermögen und um außerordentliche Posten dargestellt (vgl. 4.3.2). Die in der vorstehenden Tabelle ausgewiesenen Bereinigungen stellen eine saldierte Größe dar, die sich aus den im Folgenden beschriebenen Bereinigungen ergibt.

Die Bereinigung des Handelsergebnisses aufgrund der Zu- und Abschreibungen auf nicht realisierte Kursgewinne und –verluste von Held for Trade-Wertpapieren beläuft sich im Geschäftsjahr 2005 auf rd. T€ -842 und im Geschäftsjahr 2006 auf rd. T€ 270.

Die Bereinigung der Abschreibungen umfasst eine Sonderabschreibung in Höhe von T€ 180 im Zusammenhang mit der Entwicklung der Software IHRMA.

Die sonstigen Erträge wurden um die Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen und abgegrenzten Verbindlichkeiten (T€ 313 im Geschäftsjahr 2006, T€ 566 im Geschäftsjahr 2005) und um Abgangsgewinne aus dem Sachanlagevermögen (T€ 31 im Geschäftsjahr 2006, T€ 1 im

Geschäftsjahr 2005) bereinigt. Die Bereinigungen der sonstigen Aufwendungen umfassen die Zuführung zur Rückstellung für den Entschädigungsfall „Phoenix“ (T€ 1.933), die Abschreibungen der Forderungen für Entwicklungsleistungen gegenüber der boerse-stuttgart AG (T€ 508) und einmalige Rechts- und Beratungsaufwendungen im Rahmen der Umstellung des Geschäftsmodells (T€ 154).

Rohhertrag

Die Entwicklung des Rohertrags von 2005 bis 2009 stellt sich wie folgt dar:

| EUWAX Konzern | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| in T€ | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| Zinsergebnis | 1.177 | 2.261 | 2.614 | 2.726 | 2.872 |
| Dividendenergebnis | 3 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| Provisionsergebnis | 30.423 | 42.094 | 41.630 | 45.968 | 49.677 |
| davon Derivate | 23.867 | 34.259 | 32.242 | 34.787 | 36.468 |
| davon Aktien/Fonds | 3.011 | 3.587 | 4.300 | 4.515 | 4.741 |
| davon Renten | 3.371 | 3.744 | 3.700 | 3.885 | 4.079 |
| davon Tradejet | n.a. | 505 | 1.388 | 2.780 | 4.389 |
| Handelsergebnis | 18.922 | 21.247 | 20.181 | 19.071 | 16.687 |
| Ergebnis aus AfS-Beständen | -150 | 408 | 0 | 0 | 0 |
| Ergebnis aus Finanzanlagen | 0 | 278 | 345 | 345 | 345 |

Wesentliche Treiber des Rohertrags sind das Provisions- sowie das Handelsergebnis, wobei das Provisionsergebnis maßgeblich durch den Derivatehandel bestimmt wird.

Zinsergebnis

Das Zinsergebnis wurde integriert auf Basis von Plan-Bilanzen und einer Plan-Cash-Flow-Rechnung abgeleitet. Durch diese Vorgehensweise ist sichergestellt, dass liquiditätswirksame Auswirkungen der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Gewinnverwendung berücksichtigt werden. Die Verzinsung der zinstragenden Aktiva, die im Wesentlichen kurzfristig gehalten werden, beträgt 3,0 %. Darüber hinaus beinhaltet das Zinsergebnis den Ertrag aus der Aufzinsung des Körperschaftsteuerguthabens.

Der Anstieg des Zinsergebnisses beruht auf der geplanten teilweisen Thesaurierung der Plan-Ergebnisse, die sich an aufsichtsrechtlichen Anforderungen orientiert.

Provisionsergebnis

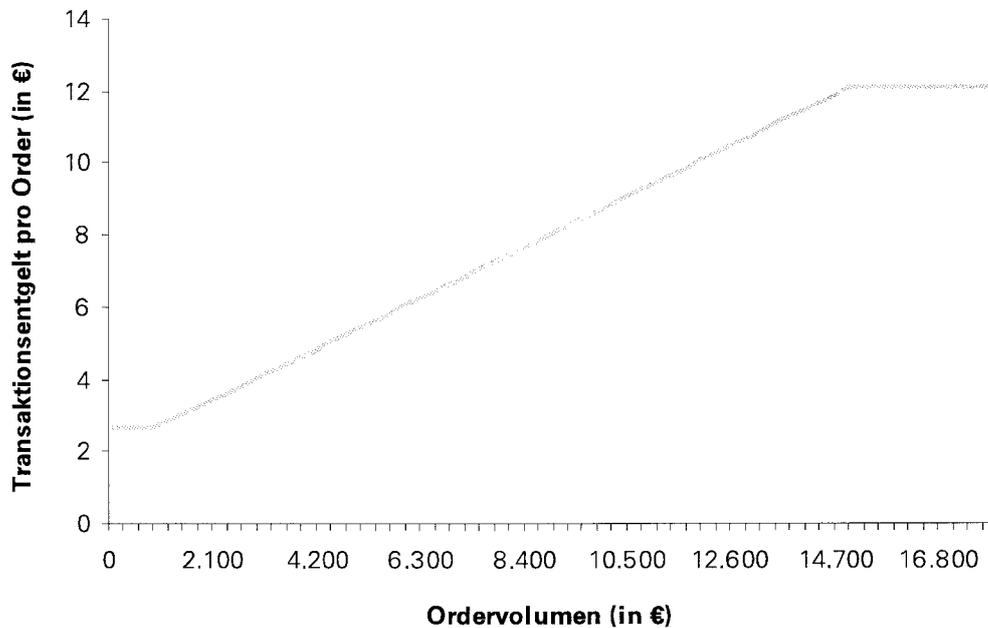
Zum 1. Januar 2007 wurde das neue Marktmodell für den elektronischen Handel mit verbrieften Derivaten („neues Marktmodell“) eingeführt. Wie in Kapitel 2.2.1 beschrieben, entrichten die Emittenten und Handelsteilnehmer jeweils eine volumenabhängige Vergütung an die boerse-stuttgart AG, welche pro Geschäft nach oben und unten und bei Emittenten auch in der Gesamt-

höhe begrenzt ist. Die EUWAX AG erhält von dieser Vergütung einen prozentualen Anteil von der boerse-stuttgart AG für die erbrachten Dienstleistungen. Die Eckdaten des von der boerse-stuttgart AG neu eingeführten Entgeltmodells für Emittenten und Handelsteilnehmer sowie deren mittelbare Auswirkungen auf das Provisionsergebnis der EUWAX AG sind nachfolgend dargestellt.

Emittenten zahlen ein volumenabhängiges Transaktionsentgelt an die boerse-stuttgart AG, wobei ein Rabatt je € 100.000 jährliches Transaktionsentgelt (netto) in Höhe von 1 % gewährt wird. Das jährliche Transaktionsentgelt nach Rabatt ist in der Gesamthöhe beschränkt (Cap).

Das Entgelt der Handelsteilnehmer, welches sie an die boerse-stuttgart AG entrichten, setzt sich aus einer fixen Vergütung in Höhe von € 2 je ausgeführter Order sowie einer volumenabhängigen Vergütung zusammen. Das Mindesttransaktionsentgelt je ausgeführter Order beträgt € 2,63. Nach oben ist das Entgelt auf € 12,08 begrenzt. Einzelheiten sind in der nachfolgenden Tabelle sowie in der Grafik dargestellt.

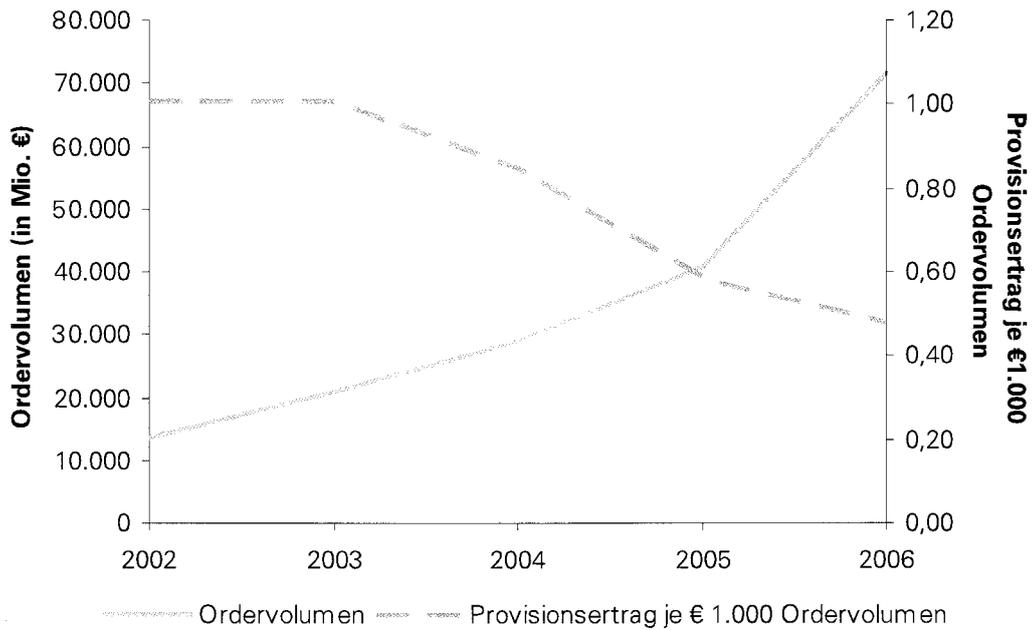
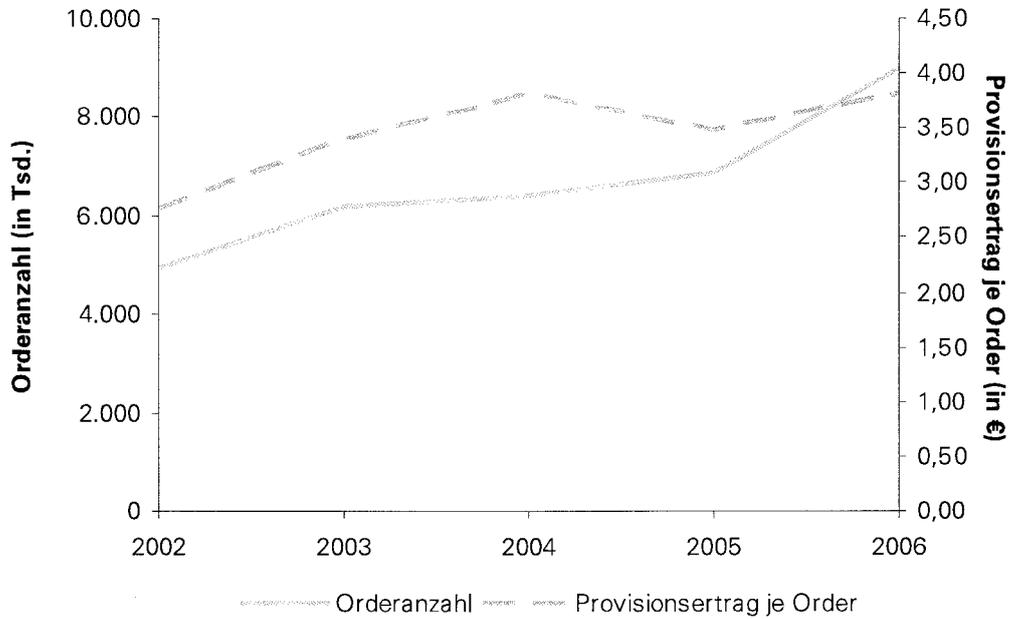
| Volumen (Kurswert) der ausgeführten Order (in €) | Transaktionsentgelt für Handelsteilnehmer (netto) | | |
|--|---|----------|--------|
| | fix | variabel | gesamt |
| bis 937,50 | 2,00 | 0,63 | 2,63 |
| 1.000,00 | 2,00 | 0,67 | 2,67 |
| 2.500,00 | 2,00 | 1,68 | 3,68 |
| 5.000,00 | 2,00 | 3,36 | 5,36 |
| 7.500,00 | 2,00 | 5,04 | 7,04 |
| 10.000,00 | 2,00 | 6,72 | 8,72 |
| 12.500,00 | 2,00 | 8,40 | 10,40 |
| 15.000,00 | 2,00 | 10,08 | 12,08 |
| ab 15.000,01 | 2,00 | 10,08 | 12,08 |



Zur Plausibilisierung der Planung des Provisionsergebnisses aus dem Derivatehandel wurde das neue Entgeltmodell anteilmäßig rückwirkend auf die Geschäftsjahre 2005 sowie 2006 angewendet. Die resultierende Verringerung der Provisionserträge der EUWAX AG beträgt T€ 5.245 für das Geschäftsjahr 2006 auf Basis der Orderstruktur des ersten Halbjahres unter Berücksichtigung der Orderzahl 2006²² bzw. T€ 2.266 für das Geschäftsjahr 2005. Dies entspricht einem Rückgang des durchschnittlichen Entgelts je Order um 15,3 % in 2006 bzw. 9,7 % in 2005.

Die Gegenüberstellung der Orderanzahl bzw. des Ordervolumens im Vergleich zum Provisionsertrag je Order gesamt zeigt, dass die Entwicklung des Provisionsertrags je Order mit der Orderzahl korreliert, während die Entwicklung des Ordervolumens nur einen geringen Einfluss auf den Provisionsertrag je € 1.000 Ordervolumen hat.

²² Die Berechnung beruht auf der Orderstruktur des ersten Halbjahres 2006 unter Verwendung der Orderanzahl des Gesamtjahres 2006.



Die weitgehende Unabhängigkeit des Provisionsertrages vom Ordervolumen resultiert im Wesentlichen aus dem Entgeltfloor bzw. -cap für Transaktionen sowie dem geringen mittleren Transaktionsvolumen.

Die geplante Entwicklung der Orderanzahl von 2007 bis 2009 beruht auf der Annahme einer anhaltend positiven Marktentwicklung und ist nachfolgend im Vergleich zu den Geschäftsjahren 2004 bis 2006 dargestellt:

| in Tsd. Stück | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Orderzahl | 6.387 | 6.870 | 8.957 | 10.121 | 11.133 | 11.801 |

Der Anstieg des Provisionsergebnisses der Tradejet AG von T€ 505 in 2006 auf T€ 4.389 in 2009 beruht auf einer Reihe von Ausbau- und Wachstumsschritten, die bereits in 2006 eingeleitet wurden, um die Tradejet AG in die Gewinnzone zu führen. Hierbei handelt es sich im Einzelnen um die Erweiterung der Handelsplattform, die Verstärkung der Marketingaktivitäten und die Verbesserung der Qualität der Dienstleistungen durch Innovationen und Kundennähe. Die Planung beruht auf einer Szenarioanalyse auf Basis der Kundenanzahl sowie der Anzahl der Trades. Zur Finanzierung der Geschäftsausweitung wurde im ersten Quartal 2007 eine Kapitalerhöhung in Höhe von T€ 2.600 durchgeführt, wovon die EUWAX AG sich in Höhe von T€ 1.378 beteiligt hat.

Handelsergebnis

Das Handelsergebnis besteht im Wesentlichen aus Aufgabegewinnen. Die Entwicklung der Aufgabegewinne korrelierte in den Geschäftsjahren 2005 bis 2006 mit dem Anstieg des Ordervolumens, wobei der erhöhte Wettbewerbsdruck sowie die Weiterentwicklung des Derivatemarktes die Entwicklung der Aufgabegewinne abschwächte.

Die EUWAX AG erwartet aufgrund der Umstellung auf das neue Marktmodell einen deutlichen Rückgang des Handelsergebnisses. Das neue Marktmodell bietet drei Handelsmodellvarianten (A, B oder C). Wählt der Emittent das Handelsmodell A, das dem bisherigen Handelsmodell weitgehend entspricht, kann die EUWAX AG frei entscheiden, ob sie eigene oder fremde Liquidität bereitstellt. Die EUWAX AG hat somit die Möglichkeit, Aufgabegeschäfte zu tätigen, in deren Rahmen positive Ergebnisbeiträge entstehen können. Bei Wahl des Handelsmodells B oder C durch den Emittenten hat die EUWAX AG keine bzw. keine freie Wahl zur Stellung der Liquidität. Folglich können für die EUWAX AG nur eingeschränkt positive Ergebnisbeiträge entstehen, was zu einem Rückgang des Handelsergebnisses führt. Die Entwicklung des Handelsergebnisses beruht auf der Annahme, dass die Handelsmodelle B und C ab 2008 sukzessive von den Emittenten genutzt werden.

Personalaufwand

Die Planung des Personalaufwands erfolgte für das Planjahr 2007 auf Basis des bestehenden Gehaltsmodells, wobei sich der variable Gehaltsanteil auf Basis der Planzahlen des Geschäftsjahres 2007 ermittelt. Ab 2008 werden eine Verstetigung des durchschnittlichen Gehaltsniveaus je Mitarbeiter, die auf der Annahme eines modifizierten Gehaltsmodells beruht, sowie ein An-

stieg der Mitarbeiterkapazitäten im Einklang mit der geplanten Geschäftsentwicklung angenommen. Der Anstieg des durchschnittlichen Personalaufwands auf T€ 116 in 2006 resultiert aus den erhöhten variablen Gehaltszahlungen aufgrund des außergewöhnlich starken Geschäftsjahres 2006.

Die Entwicklung des Personalaufwands sowie der korrespondierenden Mitarbeiterzahlen ist nachfolgend dargestellt.

| EUWAX Konzern | | | | | |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| in T€ | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| Personalaufwand | 10.584 | 13.883 | 13.358 | 13.979 | 14.704 |
| Mitarbeiteranzahl | 113 | 120 | 129 | 135 | 142 |
| Personalaufwand je Mitarbeiter | 94 | 116 | 104 | 104 | 104 |

Anderer Verwaltungsaufwand

Der Verwaltungsaufwand lässt sich in fixe und variable Verwaltungsaufwendungen unterteilen. Der variable Anteil besteht im Wesentlichen aus Handelsgebühren, deren Entwicklung von der Orderzahl abhängig ist. Der Verlauf der anderen Verwaltungsaufwendungen ist im Folgenden dargestellt:

| EUWAX Konzern | | | | | |
|----------------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| in T€ | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| Fixe Verwaltungsaufwendungen | 8.351 | 10.612 | 9.717 | 10.026 | 10.484 |
| Variable Verwaltungsaufwendungen | 5.677 | 6.326 | 7.149 | 7.864 | 8.335 |

Abschreibungen

Die Abschreibungen entfallen auf immaterielle Vermögenswerte, insbesondere EDV-Software, und auf Sachanlagen. Die Planung beruht auf einer gesonderten Fortschreibung der bestehenden Vermögenswerte sowie für Neuinvestitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte.

Der Wandel der Geschäftstätigkeit, der eine Intensivierung der IT-Dienstleistungen bedeutet, spiegelt sich in der Ausweitung der Investitionen in immaterielle Vermögenswerte wider. Die Neuinvestitionen in immaterielle Vermögenswerte betragen im Planungszeitraum von 2007 bis 2009 T€ 12.225. Hierin sind selbsterstellte immaterielle Vermögenswerte in Höhe von T€ 1.909 enthalten.

Sonstige Erträge und Aufwendungen

Die Entwicklung der sonstigen Erträge ist im Wesentlichen durch die Geschäftsausweitung der Tradejet AG getrieben. Es handelt sich hierbei um Erträge aus Schulungen und Seminaren so-

wie Erträge aus Werbung auf der Tradejet-Plattform. Die sonstigen Erträge und Aufwendungen der EUWAX AG werden in geschäftsüblichem Umfang erwartet.

Steuern vom Einkommen und Ertrag

Für die Berechnung der Ertragsteuern wurden die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag entsprechend des derzeit gültigen Steuersystems²³ sowie ausländische Ertragsteuern berücksichtigt. Bei der Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage sowie der Ertragsteuern wurden – soweit vorhanden – wesentliche Abweichungen zwischen dem IFRS-Vorsteuerergebnis und dem Ergebnis gemäß Steuerbilanz, vorhandene steuerliche Verlustvorträge sowie regionale steuerliche Regelungen beachtet. Die Ableitung des Steueraufwands im Planungszeitraum erfolgte unter Anwendung einer Konzernsteuerquote von 41,5 % im Geschäftsjahr 2007, welche sich bis zum Planjahr 2009 auf 36,7 % reduziert. Die Variation der Konzernsteuerquote resultiert aus regionalen Ergebnisverschiebungen sowie der Berücksichtigung eines erwarteten steuerlichen Verlustvortrags der Tradejet AG zum 31. Dezember 2006 in Höhe von T€ 1.043, der letztmalig im Planjahr 2009 genutzt wird. Die vergleichsweise niedrige Steuerlast im Jahr 2006 resultiert aus dem Steuerertrag aus der Aktivierung des Körperschaftsteuer-Guthabens von T€ 779.

Auf andere Gesellschafter entfallender Gewinn/Verlust

Die Minderheitenanteile entfallen auf die Anteile Dritter an der Tradejet AG.

Nachhaltiges Ergebnis (2010 ff.)

Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses erfolgt unter der Berücksichtigung der Unternehmensentwicklung im Planungszeitraum unter Bereinigung der Übergangseffekte aus der Einführung des neuen Marktmodells sowie der erwarteten Marktentwicklung. Die geplanten Ergebnisse wurden mit Ausnahme der nachfolgend dargestellten Sachverhalte mit der für den EUWAX Konzern angenommenen Wachstumsrate fortgeschrieben.

Der Rückgang des Handelsergebnisses auf T€ 13.683 beruht auf der Annahme einer nachhaltigen Allokation der Handelsmodelle A, B und C. Die Wahl des Handelsmodells durch die Emittenten wirkt sich unmittelbar auf die Möglichkeit der EUWAX AG aus, im Rahmen des Regelwerks Liquidität zur Verfügung zu stellen, woraus positive Ergebnisbeiträge aus Aufgabeschäften entstehen können (Vgl. Erläuterungen zum Handelsergebnis unter Kap. 5).

Anstelle der für das Jahr 2009 geplanten Abschreibungen sind im nachhaltigen Ergebnis die langfristig benötigten Reinvestitionen zu berücksichtigen, die zur Aufrechterhaltung des Ge-

²³ In Übereinstimmung mit dem Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW werden die Auswirkungen der angekündigten Steuerreform noch nicht berücksichtigt, da die künftigen Änderungen des Steuerrechts noch nicht hinreichend konkretisiert sind; insbesondere stehen noch die Beschlüsse der gesetzgebenden Organe aus.

schäftsbetriebs notwendig sind. Ausgehend von den sich im Planungszeitraum darstellenden Investitionen und Abschreibungen im Bereich der immateriellen Vermögenswerte und des Sachanlagevermögens wurde der notwendige Investitionsbedarf ermittelt und als Reinvestitionsrate angesetzt. Aufgrund der Intensivierung der IT-Dienstleistungen, die mit der Einführung des neuen Geschäftsmodells einhergeht und sich im erhöhten Investitionsvolumen im Detailplanungszeitraum widerspiegelt, beträgt die Reinvestitionsrate T€ 2.500.

Die Steuern vom Einkommen und Ertrag in Höhe von T€ 12.538 wurden analog zum Planungszeitraum auf Basis der derzeit geltenden steuerlichen Gesetzgebung sowie unter Beachtung regionaler Regelungen ermittelt. Nachdem der steuerliche Verlustvortrag der Tradejet AG auf Basis der Planungsrechnung im Planjahr 2009 vollständig verwendet wird, liegt der Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses erstmalig die volle Steuerbelastung zugrunde. Ein nachhaltig zu berücksichtigender steuerlicher Verlustvortrag besteht damit nicht.

Die Reduktion des auf andere Gesellschafter entfallenden Ergebnisses auf T€ 822 resultiert aus der Steuerbelastung des Ergebnisses der Tradejet AG. In den Vorjahren war das Ergebnis der Tradejet AG aufgrund der Nutzung des steuerlichen Verlustvortrags weitgehend steuerlich unbelastet.

Insgesamt wird nachhaltig ein im Vergleich zum Jahr 2006 geringeres Ergebnis erwartet. Dies ist insbesondere auf das vor dem Hintergrund eines intensiveren Wettbewerbs in 2007 eingeführte Marktmodell zurückzuführen. Darüber hinaus wird erwartet, dass die wachsende Verhandlungsmacht der Emittenten zu einer Verschiebung der Erlösströme unter den Marktteilnehmern führt und sich dies in einem im Vergleich zur Vergangenheit geminderten Handelsergebnis niederschlägt.

6 Kapitalisierungszinssatz

Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden Nettoausschüttungen mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Zinssatz wird aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bildet der Kapitalisierungszinssatz die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (IDW S 1, Abschnitt 7.2.4.1).

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.

6.1 Basiszinssatz

Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Für die Bestimmung des Basiszinssatzes zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes kann von der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen ausgegangen werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.

Zur objektivierten Schätzung der Zinsstrukturkurven kann als Datenbasis auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen werden. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Dies führt im Rahmen der Unternehmensbewertung allerdings zu der praktischen Schwierigkeit, dass in Abhängigkeit von der Länge des Planungszeitraums und den angenommenen Wachstumsraten für die daran anschließende Phase der so genannten ewigen Rente jeweils finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Zinssatz neu aus der Zinsstrukturkurve zu berechnen ist. Aus Praktikabilitätsgründen kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, das heißt beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden.

Auf dieser Grundlage wurde von einem einheitlichen Basiszinssatz von 4,25 % ausgegangen.

Dieser Basiszinssatz wurde mit einer typisierten Einkommensteuerbelastung von 35 % in eine Nachsteuergröße von 2,7625 % umgerechnet.

6.2 Risikozuschlag

Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden.

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Die Berechnung der kapitalmarktorientierten Risikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Unternehmensanteilen (Aktien) und risikolosen Anlagen. Da Aktienrenditen und Risikoprämien jedoch grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert. Hierdurch wird insbesondere die nach dem deutschen Steuerrecht unterschiedliche Behandlung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen abgebildet.

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und der auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikoprämie nach Ertragsteuern zusammen.

Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarmen Gläubigerpapieren und dass die Risikoprämie für ein Marktportfolio sich – auch in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum – langfristig in einer Bandbreite von 5 % bis 6 % bewegt. Diese Bandbreite entspricht den aktuellen Empfehlungen des IDW (vgl. IDW-Fachnachrichten, Nr. 1-2/2005). Da es keine Anhaltspunkte dafür gibt, dass Investoren in der Zukunft eine andere Risikoprämie fordern werden, wurde für die Bewertung eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach persönlichen Steuern angesetzt.

Diese durchschnittliche Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des jeweils zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmens- und branchenspezifische Risiko wird nach dem CAPM wie nach dem Tax-CAPM im so genannten Betafaktor ausgedrückt.

Für die EUWAX AG als börsennotiertes Unternehmen liegen am Kapitalmarkt beobachtbare Betafaktoren vor. Der am Markt beobachtbare Betafaktor der EUWAX AG gemessen gegen den CDAX lag im Zeitraum zwischen dem 31. Dezember 2004 und dem 31. Dezember 2006 zwischen 0,60 und 0,87; im Durchschnitt bei 0,73.

Die für die Vergangenheit beobachtbaren Betafaktoren beziehen sich auf das bis Ende 2006 gültige Geschäftsmodell. Mit Einführung des neuen Marktmodells in 2007 bilden die in der Vergangenheit beobachtbaren Betafaktoren nicht mehr das künftige unternehmensspezifische Risiko der EUWAX AG ab. Darüber hinaus ist der Betafaktor für die EUWAX AG infolge der geringen Handelsvolumina der Aktien der EUWAX AG statistisch nicht valide und somit nicht aussagefähig. Daher wurde eine Analyse von Vergleichsunternehmen (Peer Group) zur Ableitung des Betafaktors vorgenommen.

Im Rahmen der Analyse von Vergleichsunternehmen wurden Unternehmen unterschiedlicher Branchen herangezogen, um die Geschäftstätigkeit der zu bewertenden Gesellschaft zu berücksichtigen. Dabei stellte sich heraus, dass es zwar keine unmittelbar mit der EUWAX AG vergleichbaren Unternehmen gibt, die Wertpapierhandelsunternehmen und Börsen jedoch unterschiedlich stark ausgeprägte Überschneidungen in der Geschäftstätigkeit zu der bewertenden Gesellschaft aufweisen. Wertpapierhandelsunternehmen übernehmen als Skontrofführer die Preisfeststellung bei Wertpapieren und stellen Liquidität für den Wertpapierhandel zur Verfügung. Der Unternehmenserfolg der Börsen wird maßgeblich von der Handelsaktivität an den Kapitalmärkten beeinflusst. Aufgrund der engen Verbundenheit der EUWAX AG als Dienstleister der boerse-stuttgart AG korreliert das operative Geschäft der EUWAX AG stark mit der Geschäftsentwicklung der boerse-stuttgart AG. In Abhängigkeit der Vergleichbarkeit der Geschäftstätigkeit bilden die Wertpapierhandelsunternehmen das Tier 1, während die Börsen in Tier 2 zusammengefasst wurden.

Nachfolgend sind die Vergleichsunternehmen dargestellt:

Die *Baader Wertpapierhandelsbank AG* (im Folgenden „Baader“) ist mit rund 65 % des erwirtschafteten Ergebnisses im Wesentlichen im Geschäftsbereich Skontrofführung und Eigenhandel tätig für Wertpapiere, Renten, Fonds und Derivate an den Börsen in Berlin-Bremen, Frankfurt, München und Stuttgart. Darüber hinaus erbringt Baader Kapitalmarktdienstleistungen (Ergebnisanteil 26 %) wie die Beratung bei IPOs, Vermittlungsgeschäft als Makler gegenüber Kreditinstituten und Finanzdienstleister (Ergebnisanteil 8 %) sowie Finanzportfolioverwaltung (Ergebnisanteil 1,9 %). Im Geschäftsjahr 2006 erzielte Baader Umsatzerlöse von € 99,4 Mio., eine Earnings before Tax (EBT)-Marge von 25,7 % und einen Return on Equity (RoE) von 16,7 %. Baader betreut in Stuttgart als Skontrofführer exklusiv die ausländischen Aktien.

Die *Concord Effekten AG* (im Folgenden „Concord“) ist eine Investmentbank mit dem Fokus auf das Kapitalmarktgeschäft und den Wertpapierhandel. Die Beratung von Small- und Mid Cap-Unternehmen bei Neuemissionen ist für 44 % des operativen Ergebnisses verantwortlich. Als zweites wesentliches Geschäftsfeld betreibt Concord die Skontrofführung für Wertpapiere am Börsenplatz Frankfurt (Ergebnisanteil 41 %) und den Rentenhandel (Ergebnisbeitrag 23 %). Im Aufbau befindet sich das Geschäftsfeld Alternative Markets für den Zweitmarkthandel mit

Lebensversicherungen. Dabei konnte Concord im Geschäftsjahr 2005 den Umsatz auf € 20 Mio. erhöhen, eine EBT-Marge von 0,5 % und einen RoE von 0,8 % ausweisen.

Die *Berliner Effktengesellschaft AG* ist eine deutsche Wertpapierhandelsbank mit dem Fokus auf die Skontroführung von Wertpapieren im Freiverkehr in Berlin und Frankfurt über die Beteiligung Tradegate AG. Weiterhin geht die Gesellschaft Beteiligungen über den Bereich Venture Capital ein und ist im Private Banking über die Beteiligung an der Quirin Bank tätig. Die Gesellschaft verfügt wie die EUWAX AG mit 91,8 % über eine sehr hohe Eigenkapitalquote. Im Geschäftsjahr 2006 erzielte die Berliner Effktengesellschaft AG Umsatzerlöse von € 22,3 Mio., eine EBT-Marge von 11,5 % und einen RoE von 3,6 %.

Die *Deutsche Börse AG* ist ein diversifizierter Anbieter von Börsendienstleistungen. Der Geschäftsbereich XETRA betreibt das elektronische Orderbuch und den Parketthandel am Börsenplatz Frankfurt für eine Vielzahl von Wertpapieren. Mit rund 32 % und 27 % erwirtschaften die Geschäftsfelder Clearstream mit der Abwicklung von Transaktionen und Eurex als Anbieter eines Derivatemarktes und einer OTC-Handelsplattform einen wesentlichen Teil der Umsatzerlöse. Zudem stellt die Deutsche Börse Kunden Marktinformationen zur Verfügung und ist an der Entwicklung und dem Betrieb von IT-Lösungen beteiligt. Bei einem Umsatz von € 1,94 Mrd. erzielte die Deutsche Börse eine EBT-Marge von 55,3 % sowie einen RoE von 44,9 %. Gemeinsam mit der Schweizer SWX Group entwickelt die Deutsche Börse eine eigene Derivateplattform als Konkurrent zum Handelssegment EUWAX.

ASX Limited betreibt die australische Börse sowie die Sydney Futures Exchange. Der Börsenbetrieb sowie der Wertpapierhandel und das Handelssettlement sind für 25 % bzw. 43 % der Umsatzerlöse verantwortlich. Darüber hinaus betreibt ASX eine Derivatebörse (16 % der Umsatzerlöse) und stellt Marktinformationen an Kunden zur Verfügung (12 % der Umsatzerlöse). Im Geschäftsjahr 2006 erzielte ASX einen Umsatz von € 186,3 Mio. bei einer EBT-Marge von 62,3 % und einem RoE von 53,4 %.

Die *Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc.* (im Folgenden „CME“) ist eine amerikanische Derivatebörse. CME ermöglicht Emittenten und Anlegern den Handel mit Derivaten auf eine Vielzahl von Underlyings über das Handlungsparkett sowie über eine elektronische Handelsplattform. Dabei konnte CME im Geschäftsjahr 2006 einen Umsatz von € 808,6 Mio., eine EBT-Marge von 63 % und einen RoE von 44,2 % erzielen.

Euronext NV ist aus dem Zusammenschluss der Börsen Amsterdam, Brüssel und Paris entstanden. Nach dem Erwerb der Londoner LIFFE und der Börse Lissabon hat die Euronext einen Merger mit der NYSE 2006 durchgeführt. Die wesentlichen Geschäftsfelder sind der Betrieb der Börsen inkl. des Listings der Unternehmen (31 % der Umsatzerlöse) sowie der Derivatehandel (36 % der Umsatzerlöse) an der Londoner LIFFE. Darüber hinaus bietet Euronext Informationsdienstleistungen an. Im Geschäftsjahr 2006 erzielte Euronext einen Umsatz von € 1,1 Mrd., eine EBT-Marge von 44,4 % und einen RoE von 29,4 %.

Hong Kong Exchange and Clearing Limited (im Folgenden „HKE“) betreibt den Börsenhandel in Hong Kong. Das Geschäftsfeld Cash Market ist mit dem Betrieb der Handelsplattform für Wertpapiere und das Listing für 44 % der Umsatzerlöse verantwortlich. Der Unterhalt einer Derivatebörse trägt mit 17 % zum Umsatz bei. Zudem unterhält HKE drei Clearing- und Abwicklungsstellen für den Börsenhandel und betreibt Informationssysteme für Handelsteilnehmer. HKE erzielte im Geschäftsjahr 2006 einen Umsatz von € 390 Mio., eine EBT-Marge von 71,5 % und einen RoE von 56,6 %.

London Stock Exchange Group plc (im Folgenden „LSE“) ist der führende britische Börsenbetreiber. Der Börsenbetrieb, das Unternehmenslisting und die Handelsabwicklung stellen mit zusammen 63 % die wesentlichen Umsatzquellen dar. Des Weiteren stellt die LSE Marktinformationen für Handelsteilnehmer zur Verfügung (32 % der Umsatzerlöse) und betreibt über EDX London eine Derivateplattform gemeinsam mit der OMX AB und der Börse Oslo. Die LSE erwirtschaftete 2006 Umsatzerlöse von € 432 Mio. und weist eine EBT-Marge von 32,0 % und einen RoE von 32,2 % aus. Im Rahmen der Konsolidierung des Börsenmarktes stand 2006 das Geschäftsmodell der LSE wie das Segment EUWAX unter Druck und wurde entsprechend fortentwickelt.

Die *OMX AB* betreibt eine Wertpapierhandelsplattform in Nordeuropa. Der Geschäftsbereich Nordic Marketplaces mit dem Betrieb der Aktien- und Derivatebörsen in Stockholm, Helsinki, Kopenhagen und Island hat einen Anteil am Gesamtumsatz von 48 %. OMX erstellt und vertreibt im Segment Market Technology IT- und Softwarelösungen für Börsenbetreiber (35 % der Umsatzerlöse). Zudem agiert OMX als Informationsanbieter (Umsatzanteil 17 %). Der Umsatz der OMX betrug im Jahr 2006 € 400 Mio. OMX erzielte dabei eine EBT-Marge von 32 % und einen RoE von 20 %.

Die *Singapore Exchange Limited* (im Folgenden „SGX“) ist eine Wertpapierhandelsplattform in Singapur. Der Betrieb der elektronischen Handelsplattform für Wertpapiere, die Handelsabwicklung über eine eigene Clearingstelle und die Vertrieb der erforderlichen Software erzielen 75 % der Unternehmenserlöse. Darüber hinaus führt SGX den elektronischen Derivatehandel aus. Bei einem Umsatz von € 198 Mio. erzielte SGX im Jahr 2006 eine EBT-Marge von 57,9 % und einen RoE von 40,2 %.

Die *Nasdaq Stock Market Inc.* (im Folgenden „NASDAQ“) betreibt eine elektronische Handelsplattform für den Wertpapierhandel und dessen Abwicklung. Zudem übernimmt die NASDAQ das Listing von Unternehmen und erbringt für diese Börsendienstleistungen. Der Umsatz belief sich im Jahr 2006 auf € 1,03 Mrd., es wurde eine EBT-Marge von 15,1 % und ein RoE von 14,6 % erzielt. Das Geschäftsmodell der NASDAQ steht aufgrund des engen, abgegrenzten Marktes unter Druck. Die NASDAQ hat daher 2006 einen Anteil von 28,8 % an der LSE erworben.

Die gemittelten Betafaktoren der Unternehmen der Peergroup sortiert nach Branchen können nachstehender Übersicht (Quelle: Bloomberg) entnommen werden:

| Betafaktoren der Vergleichsunternehmen | | |
|---|-------------------------------------|---------------------------------------|
| Tier 1 - Wertpapierhändler | verschuldeter Betafaktor | unverschuldeter Betafaktor |
| Baader Wertpapierhandelsbank AG | 1,30 | 1,22 |
| Concord Effekten AG | 1,44 | 1,30 |
| Berliner Effektengesellschaft AG | 1,20 | 1,18 |
| Mittelwert Wertpapierhändler | 1,31 | 1,23 |
| Tier 2 - Börsen | verschuldeter Betafaktor | unverschuldeter Betafaktor |
| Deutsche Börse AG | 0,79 | 0,72 |
| ASX Ltd. | 1,06 | 1,05 |
| Chicago Merchantile Exchange Holding Inc | 1,15 | 0,79 |
| Euronext NV | 0,82 | 0,77 |
| Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd | 1,30 | 1,30 |
| London Stock Exchange Group | 1,05 | 1,05 |
| OMX AB | 1,26 | 1,10 |
| Singapore Exchange Inc | 1,15 | 1,15 |
| The Nasdaq Stock Market | 1,65 | 1,34 |
| Mittelwert Börsen | 1,14 | 1,03 |
| Mittelwert Gesamt | 1,22 | 1,13 |

Im Ergebnis stellt die Gesamtheit der in der Peer Group einbezogenen Unternehmen und somit der Durchschnitt der bei Tier 1 und Tier 2 beobachteten Betafaktoren eine sachgerechte Basis für die Festlegung des Risikozuschlags für Zwecke der Bewertung der EUWAX AG dar. Die am Markt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der in der Peer Group einbezogenen Unternehmen lagen nach Branchen gemittelt zwischen 1,14 und 1,31, im Durchschnitt über alle Branchen bei 1,22. Ergänzend wurde eine Analyse von IT-Dienstleistern vorgenommen, da die Geschäftstätigkeit der EUWAX AG auch die Softwareerstellung und Softwarevermarktung umfasst. Diese unterstützende Analyse der IT Dienstleister ergab einen Betafaktor von 1,26.

Der in der Vergangenheit beobachtete Betafaktor der verschuldeten Peer Group Unternehmen wurde in einen unverschuldeten Betafaktor umgerechnet (so genanntes „unlevern“). Dieser unverschuldete Betafaktor beträgt im Durchschnitt 1,13. Da die zu bewertende Gesellschaft zum Zeitpunkt der Bewertung unverschuldet ist und auch im Planungszeitraum kein relevantes verzinsliches Fremdkapital aufgenommen werden soll, war ein sogenanntes „relevern“ und die Ermittlung periodenspezifischer Betafaktoren zur Berücksichtigung einer sich verändernden

Finanzierungsstruktur nicht erforderlich. Aus diesem Grunde wurde der Bewertung ein einheitlicher gerundeter unverschuldeter Betafaktor von abgerundet 1,10 zugrunde gelegt.

Auf der Grundlage der allgemeinen Risikoprämie von 5,5 % und des Betafaktors des unverschuldeten Unternehmens errechnet sich für EUWAX AG ein Risikozuschlag für das operative Risiko von 6,05 %.

6.3 Wachstumsrate

In den der Bewertung zugrunde liegenden Planansätzen für die Jahre 2007 bis 2009 ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren 2010 ff. (nachhaltiges Ergebnis) werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden. Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in der Phase der Ewigen Rente ist eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate bezogen auf das Eigenkapital zum Ende des Detailplanungszeitraums zu berücksichtigen.

Dieser Wachstumsabschlag ist für die zu bewertende Gesellschaft mit 1,5 % angesetzt worden. Dabei wurde berücksichtigt, dass sich die in den letzten Jahren der Detailplanungsphase beobachtete Wachstumsrate sich dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum annähern wird.

Zwar kann weiterhin ein über dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum liegender Anstieg des Ordervolumens erwartet werden, aufgrund des zunehmenden Wettbewerbs sowie des nach oben begrenzten Entgeltmodells (Caps) der boerse-stuttgart AG wird der EUWAX Konzern die Ertragslage nicht in gleichem Maß verbessern können.

7 Unternehmenswert

7.1 Ertragswert

Auf der Basis des Konzernergebnisses und unter Anwendung des maßgeblichen Kapitalisierungszinssatzes ergibt sich der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der EUWAX AG zum 1. Januar 2007 wie folgt:

| EUWAX AG | 2007 | Planung | 2009 | nachhaltig |
|---|----------------|---------------|---------------|---------------|
| | T€ | 2008 | T€ | 2010 ff. |
| | | T€ | | T€ |
| Konzernjahresüberschuss | 20.250 | 20.918 | 20.342 | 19.142 |
| Thesaurierung | 3.125 | 5.459 | 8.171 | |
| Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum | | | | 1.446 |
| Wertbeitrag aus Thesaurierung | - | - | - | 8.125 |
| Wertbeitrag aus Ausschüttung | 17.124 | 15.459 | 12.171 | 9.571 |
| <i>Ausschüttungsquote</i> | <i>84,6%</i> | <i>73,9%</i> | <i>59,8%</i> | <i>50,0%</i> |
| typ. Ertragsteuer auf Ausschüttung | 2.997 | 2.705 | 2.130 | 1.675 |
| Kapitalerhöhung (-)/herabsetzung (+) | - | - | - | - |
| Nettoeinnahmen | 14.128 | 12.754 | 10.041 | 16.021 |
| Nettoeinnahmen | 14.128 | 12.754 | 10.041 | 16.021 |
| Barwert jeweils zum 31.12. | 205.244 | 210.578 | 219.093 | - |
| Zwischensumme Kapitalisierung | 219.372 | 223.331 | 229.135 | 16.021 |
| Kapitalisierungszinssatz | 8,81% | 8,81% | 8,81% | 7,31% |
| Barwertfaktor für das jeweilige Jahr | 0,9190 | 0,9190 | 0,9190 | 13,6752 |
| Barwerte jeweils zum 01.01. | 201.605 | 205.244 | 210.578 | 219.093 |
| Ertragswert zum 01.01.2007 | 201.605 | | | |

| EUWAX AG | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 ff. |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Basiszinssatz vor typ. Ertragsteuer | 4,25% | 4,25% | 4,25% | 4,25% |
| typ. Ertragsteuer | 1,49% | 1,49% | 1,49% | 1,49% |
| Basiszinssatz nach typ. Ertragsteuer | 2,76% | 2,76% | 2,76% | 2,76% |
| Markttrisikoprämie nach typ. Ertragsteuer | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% |
| Betafaktor unverschuldet | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 |
| <i>Barwerte jeweils zum 01.01.</i> | <i>201.605</i> | <i>205.244</i> | <i>210.578</i> | <i>219.093</i> |
| <i>verzinsliches Fremdkapital jeweils zum 01.01.</i> | <i>-</i> | <i>-</i> | <i>-</i> | <i>-</i> |
| Verschuldungsgrad | - | - | - | - |
| Betafaktor verschuldet | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 |
| Risikozuschlag | 6,05% | 6,05% | 6,05% | 6,05% |
| Wachstumsrate | - | - | - | 1,50% |
| Kapitalisierungszinssatz | 8,81% | 8,81% | 8,81% | 7,31% |

Für die Detailplanungsphase wurde entsprechend den Planungen der Gesellschaft eine zur Erfüllung der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen erforderliche Thesaurierung angesetzt. Nachhaltig wurde eine branchentypische Ausschüttungsquote angesetzt. Der Branchenanalyse liegen Finanzdienstleistungsunternehmen zugrunde.

Durch die Thesaurierung im nachhaltigen Ergebnis – in Höhe des Wachstumsabschlags bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital zum Ende der Detailplanungsphase – wird berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz zu finanzieren ist. Diese wachstumsbedingte Thesaurierung ist daher nicht in den Wertbeitrag aus den unmittelbaren Thesaurierungen an die Anteilseigner einzubeziehen und steht nicht zur Ausschüttung zur Verfügung.

Da eine Wiederanlage der als thesauriert angenommenen Ergebnisse zum Kapitalisierungszinssatz vor den auf Unternehmensebene anfallenden Steuern auch wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Aktionäre abgebildet werden kann, wurden aus Vereinfachungsgründen ab 2010 ff. den Anteilseignern die thesaurierten Beträge unmittelbar als Wertbeiträge aus Thesaurierung zugerechnet. Die Thesaurierungen in der ersten Phase sind in der integrierten Planungsrechnung des EUWAX Konzerns berücksichtigt.

Lediglich die Ausschüttungen – nicht die Thesaurierungen bzw. die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge – unterliegen der Besteuerung durch eine typisierte Ertragsteuer in Höhe von 17,5 % (Halbeinkünfteverfahren).

Die sich aus der Summe der Wertbeiträge aus Thesaurierung und Ausschüttung (abzüglich typisierter Ertragsteuer) ergebenden Nettoeinnahmen wurden mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz kapitalisiert.

7.2 Wert je Aktie

Der Unternehmenswert der EUWAX AG zum 29. Juni 2007 ergibt sich wie folgt:

| Ableitung Unternehmenswert der EUWAX | |
|--|----------------|
| | T€ |
| Unternehmenswert zum 01.01.2007 | 201.605 |
| Aufzinsungsfaktor | 1,0425 |
| Unternehmenswert zum 29.06.2007 | 210.179 |

Der sich zum 1. Januar 2007 ergebende Unternehmenswert in Höhe von € 201,6 Mio. ist zum 29. Juni 2007 mit dem Kapitalisierungszinssatz aufzuzinsen. Der sich auf diesen Stichtag ergebende Unternehmenswert der EUWAX AG beträgt € 210,2 Mio.

Der Wert je Aktie der EUWAX AG ergibt sich aus dem ermittelten Unternehmenswert und der maßgeblichen Anzahl der Aktien wie folgt:

| Ableitung Wert je Aktie EUWAX | |
|---|--------------|
| Unternehmenswert zum 29.06.2007 in T€ | 210.179 |
| Anzahl der Aktien in Stück | 5.150.000 |
| Wert je Aktie in € (aufgerundet) | 40,82 |

Das Grundkapital der EUWAX AG ist in Stück 5.150.000 auf 1,00 Euro lautende Stückaktien eingeteilt.

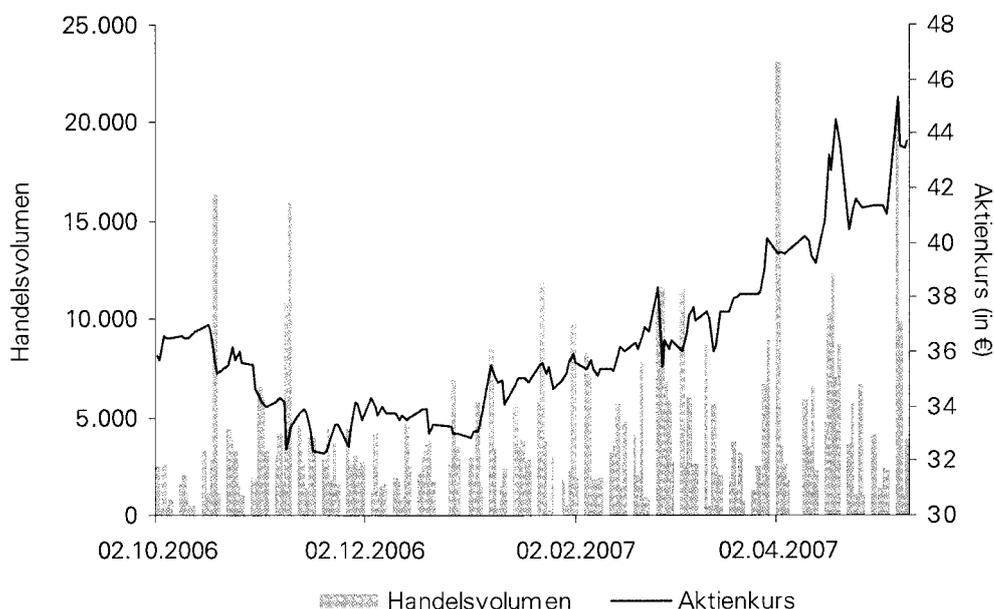
8 Analyse des Börsenkurses der EUWAX AG

Im Hinblick auf die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes (BVerfG) vom 27. April 1999²⁴ ist der Börsenkurs der Aktien der zu bewertenden Gesellschaft dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gegenüberzustellen. Nach dem Beschluss des BVerfG darf ein existierender Börsenkurs bei der Bemessung der Abfindung nicht unberücksichtigt bleiben. Dementsprechend bildet der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der angemessenen Abfindung. Eine Unterschreitung kommt jedoch in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Die Rechtsprechung des BVerfG wurde durch das Urteil des Bundesgerichtshofs vom 12. März 2001²⁵ konkretisiert. Dort wird erneut deutlich gemacht, dass der Börsenwert dann nicht als Untergrenze der angemessenen Abfindung in Betracht kommt, wenn er den Verkehrswert nicht widerspiegelt. Dies kann nach dem Urteil des BGH dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktengde der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenpreis manipuliert worden ist. Obwohl im vorliegenden Fall nur ein geringer Handel in der Aktie zu beobachten war, bestehen keine Anhaltspunkte, dass einzelne Aktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden sei.

²⁴ AktZ. I BvR 1805/94

²⁵ AktZ. II ZB 15/00

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung des Aktienkurses der EUWAX AG seit dem 2. Oktober 2006 bis zum 10. Mai 2007:



Quelle: Bloomberg, KPMG-Analyse

Nach dem Beschluss des BGH vom 12. März 2001 ist für die Ermittlung des Börsenkurses grundsätzlich, d.h. sofern nicht bestimmte Einflüsse dem entgegenstehen, ein Referenzkurs zugrunde zu legen, der sich aus dem Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten ergibt. Die Durchschnittsbildung soll mögliche manipulative Einflüsse und kurzfristige Verzerrungen eliminieren. Der dreimonatige Referenzzeitraum soll sich unmittelbar bis zum Stichtag, dem Tag der Hauptversammlung (hier der 29. Juni 2007), erstrecken.

Zu der Frage, ob die Kurse nach den Tagesumsätzen zu gewichten sind oder ob ein einfacher Durchschnitt gebildet werden soll, werden unterschiedliche Auffassungen vertreten. Nach der Auffassung des OLG Düsseldorf (8. November 2004 – I 19 W 9/03, AG 2005, S. 538, 341) ist ein einfacher Durchschnitt der Tageskurse zu ermitteln. Demgegenüber vertritt das OLG Frankfurt (9. Januar 2003 – 20 W 434/93, AG 2003, S. 581, 582), ebenso das OLG Stuttgart (16. Februar 2007 – 20 W 6/06, AG 2007, S. 209, 218), unter Bezugnahme auf die WpÜG-Angebotsverordnung die Auffassung, dass für Zwecke der Abfindungsbemessung der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs im Sinne des § 5 Abs. 1 und 3 WpÜG-Angebotsverordnung zu Grunde zu legen sei.

Da die Bewertungsarbeiten mehrere Wochen vor der beschlussfassenden Hauptversammlung abgeschlossen sein müssen und der gemeinsame Bericht der Vertragsparteien gemäß

§ 293 Abs. 1 AktG von der Einberufung der Hauptversammlung an auszulegen ist, können zum Zeitpunkt der Ermittlung und Festlegung der Barabfindung auf den Tag der Hauptversammlung bezogene Dreimonatsdurchschnittskurse nicht ermittelt werden.

Nach überwiegender Auffassung im Schrifttum (vgl. Wilm, NZG 2000, S. 239; Bungert, BB 2001, S. 1165; Meilicke/Heidel, DB 2001, S. 974; Beckmann, WPg 2004, S. 624; Krieger, BB 2002, S. 56; Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., 2002, S. 196; Hüffer, AktG, 6. Aufl., 2004, § 305, Tz. 24e; Krieger, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4 Aktiengesellschaft, 2. Aufl., 1999, § 70, Tz. 106; Koppensteiner, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 6, 3. Aufl., 2004, § 305, Tz. 104; Gude, Strukturänderungen und Unternehmensbewertung zum Börsenkurs, 2004, S. 387; Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 4. Aufl., 2005, § 305, Tz. 47c; Hüffer/Schmidt-Aßmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 2005, S. 38) endet der Referenzzeitraum am Tag der Veröffentlichung von Übernahmeangeboten oder Konzernierungsmaßnahmen (vgl. auch LG Frankfurt, 6. Februar 2002 – 3/3 O 150/94; AG 2002, S. 358, 360). Niederschlag hat diese Auffassung auch in § 5 Abs. 1 der Angebotsverordnung zum WpÜG gefunden, der bestimmt, dass die im Fall eines Übernahmeangebots angebotene Gegenleistung mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots entsprechen muss.

Trotz dieser in der Literatur geäußerten Kritik folgen derzeit mehrere Gerichte (vgl. OLG Düsseldorf, 31. Januar 2003 – 19 W 9/00, AG 2003, S. 329, 331; OLG Hamburg, 7. August 2002 – 12 W 12/01, AG 2003, S. 583, 584) der BGH-Entscheidung aus 2001. Bedenken, dass seit dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der beabsichtigten Strukturmaßnahme der Börsenkurs durch Abfindungsspekulation beeinflusst und nicht mehr nach regulären Angebots- und Nachfragemechanismen gebildet wird, sollen gegenüber dem Stichtagsprinzip und der "freien Desinvestitionsentscheidung" in den Hintergrund treten.

Zweifel, ob die strenge Fixierung des Referenzzeitraums am Stichtag der Konzernierungsmaßnahme in der vorstehenden Rechtsprechung das Verhaltensmuster der Marktteilnehmer seit der BVerfG-Entscheidung von 1999 ausreichend berücksichtigt, bleiben jedoch bestehen.

In der jüngsten Rechtsprechung ist zur Frage des Stichtags ein Auffassungswandel zu verzeichnen. Das Kammergericht Berlin hat sich ausführlich mit den in der Literatur zu dieser Frage vertretenen Argumenten auseinandergesetzt und sich in seinem Beschluss vom 16. Oktober 2006 (2 W 148/01, ZIP 2007, S. 75) der Auffassung angeschlossen, dass auf den Kurs vor der Bekanntgabe der beabsichtigten Maßnahme abzustellen ist. Der Rückgriff auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe der vorgesehenen Maßnahme begegnet auch keinen verfassungsrechtlichen Bedenken (vgl. Beschluss des BVerfG vom 29. November 2006 (1 BvR 704/03, ZIP 2007, S. 175), in dem ausgeführt wird, dass „gute Gründe für die im Schrifttum geäußerte Ansicht sprechen, wonach auf einen Durchschnittskurs

im Vorfeld der Bekanntgabe der Eingliederungsmaßnahme zurückzugreifen ist“). Ebenso kommt das OLG Stuttgart in seinem Vorlagebeschluss vom 16. Februar 2007 an den BGH zu dem Ergebnis, dass als Referenzzeitraum bei der Ermittlung des Börsenkurses, der die Untergrenze für die angemessene Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG darstellt, nicht der Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung, sondern ein Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme heranzuziehen ist.

Bei einer streng ökonomischen Betrachtungsweise, einer engen Auslegung der vom BVerfG genannten Anforderungen an den Referenzkurs als eine vergleichbare, unverzerrte Größe und in Übereinstimmung mit dem Beschluss des OLG Stuttgart ist als Zeitraum für die Bestimmung des Referenzkurses auf den Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe abzustellen, da erfahrungsgemäß durch die Ankündigung von gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen der Aktienkurs maßgeblich beeinflusst wird. Erfahrungsgemäß spiegelt der Kursverlauf einer Aktie nach der Bekanntgabe nicht mehr das unverzerrte Ergebnis von Angebot und von Sondereffekten unbeeinflusster Nachfrage auf der Grundlage erwarteter fundamentaler Unternehmensdaten der Gesellschaft wider. Für die Bestimmung des Referenzkurses ist daher nach unserer Ansicht in Übereinstimmung mit der überwiegenden Meinung im Schrifttum und der jüngsten Rechtsprechung auf den Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre und des geplanten Abschlusses eines Gewinnabführungsvertrags abzustellen.

Unsere Vorgehensweise stützen wir auch auf die Entscheidung des Gesetzgebers, der in § 5 WpÜG-AngebotsVO²⁶ über die Bestimmung des aus dem Börsenkurs abzuleitenden Mindestpreises bei Übernahme- und Pflichtangeboten auf den Dreimonatszeitraum vor Veröffentlichung zur Abgabe eines Erwerbsangebots abstellt. Aus demselben Grund ist auch auf den gewichteten Durchschnitt der inländischen Börsenkurse abzustellen. Dies entspricht den Regelungen in § 5 Abs. 1 und Abs. 3 WpÜG-AngebotsVO für den vergleichbaren Fall der Mindestgeleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten.

Nachdem die Bekanntgabe bisher nicht erfolgte, stellen wir den Drei-Monats-Zeitraum vor Erstellung der Gutachtlichen Stellungnahme dar. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlicht gemäß § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelte, mit den Handelsvolumina gewichtete Durchschnittskurse. Der zuletzt verfügbare gewichtete Durchschnittskurs umfasst den Drei-Monats-Zeitraum vor dem 3. Mai 2007 und lag bei € 39,17 je Stückaktie. Ergänzend haben wir auf Basis von Daten des Finanzinformationssystems Bloomberg für den Drei-Monats-Zeitraum vor dem 11. Mai 2007 vergleichsweise einen aktuellen Durchschnittskurs in Höhe von € 39,55 ermittelt.

Da beide Kurse unter dem anteiligen Unternehmenswert liegen, sind diese nach der höchstgerichtlichen Rechtsprechung nicht als Mindestwert für den nach § 305 AktG anzubietenden Abfindungsbetrag zu berücksichtigen.

²⁶ Diese Verordnung gab es zum Zeitpunkt der oben genannten Entscheidungen des BVerfG aus dem Jahr 1999 und des BGH aus dem Jahr 2001 noch nicht.

9 Barabfindung und Ausgleichszahlung

9.1 Barabfindung nach § 305 AktG

Nach § 305 AktG muss ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Barabfindung zu erwerben. Nach der Rechtsprechung des BVerfG bildet der Börsenkurs die Untergrenze der Abfindung. Da der Unternehmenswert je Aktie mit € 40,82 über dem durchschnittlichen Börsenkurs der EUWAX AG liegt, ist im vorliegenden Fall die Barabfindung auf Basis des anteiligen Unternehmenswerts festzulegen.

9.2 Ausgleichszahlung nach § 304 AktG

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

Mit Urteil vom 21. Juli 2003 hat der Bundesgerichtshof entschieden, dass den außenstehenden Aktionären als (fester) Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist. Im Einzelnen wird in dem Urteil ausgeführt, dass als erwirtschafteter Gewinn der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusehen ist, von dem die Körperschaftsteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist. Ferner hat nach Auffassung des Bundesgerichtshofs die Verrentung des Unternehmenswerts mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz zu erfolgen. Das gesondert bewertete Vermögen – insbesondere das nicht betriebsnotwendige Vermögen – soll bei der Bestimmung des Ausgleichs nicht berücksichtigt werden.

Nach unserer Auffassung sind Teile dieses Urteils über den entschiedenen Einzelfall hinaus, für den das bis zum 31. Dezember 2000 gültige Anrechnungsverfahren der Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuer maßgeblich war, nicht anwendbar. Die (üblicherweise wechselhaften) künftigen Erträge der EUWAX AG finden ihre konzentrierte Darstellung im Unternehmenswert der Gesellschaft, der unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls die Zahlungen zwischen Unternehmen und Anteilseignern repräsentiert. Zur Ermittlung der vom Gesetzgeber geforderten festen Ausgleichszahlung wurde daher die jährliche Ausgleichszahlung durch eine Verrentung des Unternehmenswerts der EUWAX AG zum 29. Juni 2007 ermittelt.

Im o.g. Urteil des Bundesgerichtshofes wird weiter nicht berücksichtigt, dass die Ausgleichszahlungen – zumindest während der Laufzeit des Vertrags – quasi sicher sind, so dass eine Verrentung mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz (vor Steuern) nicht sachgerecht ist. Im Falle eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages besteht jedoch andererseits das Risiko der Beendigung des Vertrags durch das herrschende Unternehmen, insofern sind die zukünftigen Ausgleichszahlungen nicht vollständig frei von Risiken. Weiter besteht das Risiko, dass das Unternehmen während der Laufzeit des Vertrags in der Ertragskraft gemindert wird und der Aktionär nach Beendigung des Vertrags an einem im Wert verminderten Unternehmen beteiligt ist.

Vor diesem Hintergrund wurde als Zinssatz der Mittelwert aus dem der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz (nach Einkommensteuer) von 8,8125 % und dem quasi sicheren Basiszins (nach Einkommensteuer) von 2,7625 % zugrunde gelegt, so dass der zur Ermittlung der Ausgleichszahlung angesetzte Zinssatz 5,7875 % beträgt.

| Abbildung der Brutto-Ausgleichszahlung (vor Körperschaftsteuer) | | | | |
|---|------------|-----------------------------|------------------------|---------|
| | | Anteil an Ausgleichszahlung | | |
| | | mit KSt belastet | nicht mit KSt belastet | Gesamt |
| Unternehmenswert zum 29. Juni 2007 | T€ | 202.365 | 7.814 | 210.179 |
| multipliziert mit dem Verrentungsfaktor von 5,788 % (nach persönlicher Einkommensteuer) | T€ | 11.712 | 452 | 12.164 |
| Anzahl Stückaktien | Tsd. Stück | 5.150 | 5.150 | 5.150 |
| Jährliche Ausgleichszahlung pro Stückaktie (nach persönlicher Einkommensteuer und nach Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) | € | 2,274 | 0,088 | 2,362 |
| zuzüglich persönlicher Einkommensteuer | 17,500% | 0,482 | 0,019 | 0,501 |
| Jährliche Nettoausgleichszahlung pro Stückaktie (vor persönlicher Einkommensteuer und nach Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) | € | 2,757 | 0,106 | 2,863 |
| zuzüglich Körperschaftsteuer und zuzüglich Solidaritätszuschlag | 26,375% | 0,987 | - | 0,987 |
| Jährliche Bruttoausgleichszahlung pro Stückaktie (vor persönlicher Einkommensteuer und vor Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) | € | 3,744 | 0,106 | 3,850 |

Die angemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG beträgt damit für jedes volle Geschäftsjahr je Stückaktie der EUWAX AG € 3,85 (Bruttogewinnanteil je Aktie) abzüglich eines von der EUWAX AG zu entrichtenden Betrages für die Körperschaftsteuer. Dieser Betrag ist aus dem im Bruttogewinnanteil enthaltenen Gewinnanteil von € 3,74 je Stückaktie aus körperschaftsteuerlich belasteten Gewinnen der EUWAX AG unter Berücksichtigung des jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatzes zu ermitteln. Der zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltende Körperschaftsteuersatz inklusive Solidaritätszuschlag beträgt 26,375 %; hieraus resultiert ein körperschaftsteuerlicher Abzugsbetrag von € 0,99 vom mit Körperschaftsteuer zu belastenden Gewinnanteil.



Bei dem gegenwärtigen Körperschaftsteuersatz von 25,0 % und Solidaritätszuschlag von 5,5 % beträgt die gesamte Ausgleichszahlung je Stückaktie € 2,86.

10 Schlussbemerkung

Das Ergebnis der Gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswertes im Rahmen der geplanten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der boerse-stuttgart Holding GmbH und der EUWAX AG fassen wir wie folgt zusammen:

- Der Unternehmenswert der EUWAX AG beträgt zum 29. Juni 2007 rund € 210,2 Mio.
- Bezogen auf 5.150.000 ausstehende Stückaktien ergibt sich ein Wert je Stückaktie von € 40,82.
- Der letzte verfügbare, von der BaFin veröffentlichte durchschnittliche Aktienkurs beträgt für den Drei-Monats-Zeitraum vor dem 3. Mai 2007 € 39,17, der von uns ermittelte Durchschnittskurs für den Zeitraum vom 10. Februar 2007 bis 10. Mai 2007 liegt bei € 39,55. Somit sind beide Kurse nicht relevant für die Bestimmung der Barabfindung.
- Die angemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG beträgt je Stückaktie € 3,85 (Bruttogewinnanteil je Aktie) abzüglich von der EUWAX AG zu entrichtender Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag auf den im Bruttogewinnanteil enthaltenen körperschaftsteuerpflichtigen Gewinnanteil von € 3,74 je Stückaktie. Bei der zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltenden Körperschaftsteuerbelastung (inklusive Solidaritätszuschlag) von 26,375 % resultieren ein steuerlicher Abzugsbetrag von € 0,99 und eine Ausgleichszahlung je Stückaktie von € 2,86.

Wir haben dieses Gutachten auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie der uns erteilten Auskünfte und der Ergebnisse eigener Untersuchungen erstellt.

Frankfurt am Main, den 11. Mai 2007

*KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft*



Zeidler
Wirtschaftsprüfer



ppa.
Kalvelage

Anlagen

Übersetzung bereinigte/unbereinigte Betriebsergebnisse

| | 2005 | | | 2006 | | |
|---|-------------------|---------------------|-----------------|-------------------|---------------------|-----------------|
| | unbereinigt T€ | Bereinigungen T€ | bereinigt T€ | unbereinigt T€ | Bereinigungen T€ | bereinigt T€ |
| Zinsergebnis | 1.177 | | 1.177 | 2.261 | | 2.261 |
| Dividendenergebnis | 3 | | 3 | 3 | | 3 |
| Provisionsergebnis | 30.423 | | 30.423 | 42.094 | | 42.094 |
| Handelsergebnis | 18.922 | -842 | 18.080 | 21.247 | 270 | 21.517 |
| <i>Zu- und Abschreibung aus Held for Trade-Wertpapieren</i> | | -842 | | | 270 | |
| Ergebnis aus Finanzanlagen | -150 | | -150 | 686 | | 686 |
| Personalaufwand | 10.584 | | 10.584 | 13.883 | | 13.883 |
| Sachaufwand | 14.029 | | 14.029 | 16.939 | -154 | 16.785 |
| <i>Beratungsaufwand neues Geschäftsmodell</i> | | | | | -154 | |
| Abschreibungen | 1.042 | | 1.042 | 1.596 | -180 | 1.416 |
| <i>Sonderabschreibung IHRMA</i> | | | | | -180 | |
| sonstige Erträge | 2.306 | -567 | 1.739 | 2.314 | -344 | 1.970 |
| <i>Auflösungen von Rückstellungen</i> | | -566 | | | -313 | |
| <i>Abgangsgewinne aus dem Sachanlagevermögen</i> | | -1 | | | -31 | |
| sonstige Aufwendungen | 5 | | 5 | 2.544 | -2.441 | 103 |
| <i>Rückstellung "Phoenix"</i> | | | | | -1.933 | |
| <i>Forderungsverzicht boerse-stuttgart</i> | | | | | -508 | |
| Ergebnis vor Steuern | 27.022 | -1.409 | 25.613 | 33.644 | 2.701 | 36.345 |

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 Fehlschlagen 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 den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem 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. 3d) 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 Strafverfahren 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.