



Bericht über die Prüfung der Angemessenheit  
der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 AktG  
für die beabsichtigte Übertragung der Aktien  
der Minderheitsaktionäre der

**Versatel AG, Berlin,**

auf die

**VictorianFibre Holding GmbH, Düsseldorf**

<b>Inhalt</b>	<b>Seite</b>
<b>A. Auftrag und Auftragsdurchführung</b>	<b>6</b>
<b>B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung</b>	<b>10</b>
<b>C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung</b>	<b>13</b>
I. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 4 AktG i.V.m. § 293e AktG	13
1. Bewertungsgrundsätze	13
1.1. Vorbemerkungen	13
1.2. Zukunftserfolgswert	14
1.3. Liquidationswert	15
1.4. Substanzwert	16
2. Berücksichtigung des Börsenkurses	16
3. Angemessenheit der Bewertungsmethode	17
II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	18
1. Bewertungsobjekt	18
1.1. Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	18
1.2. Markt- und Wettbewerbsumfeld	21
2. Bewertungsstichtag	24
3. Ertragswertermittlung	25
3.1. Unternehmensplanung	25
3.2. Vergangenheitsanalyse	26
3.3. Planungsanalyse des operativen Ergebnisses	34
3.4. Ableitung des Ergebnisses für die Phase der ewigen Rente	39
3.5. Finanzergebnis	41
3.6. Ertragsteuern des Unternehmens	42
3.7. Ausschüttungsverhalten	43
3.8. Ertragsteuern der Anteilseigner	45
4. Kapitalisierungszinssatz	46
4.1. Vorbemerkungen	46
4.2. Basiszins	47
4.3. Risikozuschlag	50
4.4. Wachstumsabschlag	57
4.5. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz	60
5. Ertragswert	61
6. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte	62
7. Unternehmenswert und Wert je Aktie	62
III. Börsenkurs	63
IV. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	67
V. Ableitung der Barabfindung	67
<b>D. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung</b>	<b>68</b>

## Anlagen

1. Beschluss des Landgerichtes Berlin vom 15. August 2011 zur Bestellung der Röls RP AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer für die Angemessenheit der Barabfindung
2. Ablauf der Prüfungsdurchführung
3. Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen  
Rundungsdifferenzen in Höhe von +/- einer Einheit (€, % usw.) auftreten.

## Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg	Bloomberg L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
DCF-Verfahren	Discounted-Cash-Flow-Verfahren
d.h.	das heißt
€	Euro
e.V.	eingetragener Verein
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	fortfolgende
FN-IDW	IDW-Fachnachrichten
GewO	Gewerbeordnung
GewStG	Gewerbsteuergesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregisterblatt Abteilung B
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S1	IDW-Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008
ifo-Institut	ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V., München
IFRS	International Financial Reporting Standards

ifW-Kiel	Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel
InvG	Investmentgesetz
IVD	Immobilienverband Deutschland
i.V.m.	in Verbindung mit
KKR	Kohlberg Kravis Roberts & Co. Ltd., London (UK)
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LG	Landgericht
Mio.	Million/en
Nr.	Nummer
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per anno
pers.	persönliche
qm	Quadratmeter
QSC AG	QSC AG, Köln
rd.	rund
Rölfs RP AG	Rölfs RP AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf
S.	Satz / Seite
sog.	so genannte/r
SXXR	DJ STOXX 600
Tax-CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model
T€	Tausend Euro
u.a.	unter anderem
usw.	und so weiter
Versatel	Versatel AG, Berlin
VictorianFibre	VictorianFibre Holding GmbH, Düsseldorf
vgl.	vergleiche
WP	Wirtschaftsprüfer
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandels- gesetz)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und -übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

## A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Auf Verlangen der

**VictorianFibre Holding GmbH**, Düsseldorf,  
- im Folgenden auch „**VictorianFibre**“ -,

als Hauptaktionärin der

**Versatel AG**, Berlin,  
- im Folgenden auch „**Versatel**“ oder „Gesellschaft“ -,

soll die außerordentliche Hauptversammlung der Versatel am 9. Februar 2012 gemäß § 327a AktG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (im Folgenden auch „Minderheitsaktionäre“) der Versatel auf die VictorianFibre als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

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

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

Mit Beschluss vom 15. August 2011 hat das Landgericht Berlin, Kammer für Handelsachen 102, gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 und S. 3 AktG die Rölfs RP AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, (im Folgenden „Rölfs RP AG“) zum sachverständigen Prüfer bestellt.

Die Festlegung der Höhe der Barabfindung durch die VictorianFibre beruht auf einer Unternehmensbewertung der Versatel, die auf Basis allgemein anerkannter Unternehmensbewertungsgrundsätze durchgeführt wurde. Die KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, (im Folgenden auch „KPMG“) wurde von Kohlberg Kravis Roberts & Co. Ltd., London (UK) (im Folgenden auch

„KKR“) als Gesellschafterin der VictorianFibre beauftragt, den Unternehmenswert der Versatel zu ermitteln.

Die zu gewährende Barabfindung wurde auf der Grundlage dieser Bewertung ermittelt. Die Ausführungen zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Versatel auf den Stichtag 9. Februar 2012 sowie der Barabfindung gemäß § 327b AktG sind als Anlage 2 dem Bericht der VictorianFibre über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Versatel Aktiengesellschaft auf die VictorianFibre sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG beigefügt.

Bei der Durchführung unserer Prüfung haben uns insbesondere die folgenden wesentlichen Unterlagen vorgelegen:

- Bericht der VictorianFibre als Hauptaktionärin der Versatel über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Versatel auf die VictorianFibre sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Absatz 2 Satz 1 Aktiengesetz, vom 14. Dezember 2011 (im Folgenden „Übertragungsbericht“) sowie die vorangehenden Entwürfe,
- Gutachtliche Stellungnahme der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vom 12. Dezember 2011 zum Unternehmenswert zum 9. Februar 2012 und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Versatel AG, Berlin, (im Folgenden „Bewertungsgutachten KPMG“) sowie die vorangehenden Entwürfe,
- Handelsregisterauszug der Versatel,
- Satzung der Versatel,
- Berichte der PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, über die Prüfung der Jahresabschlüsse und der Lageberichte zum 31. Dezember 2008, 2009 und 2010 der Versatel AG sowie der Konzernabschlüsse und der Konzernlageberichte zum 31. Dezember 2008, 2009 und 2010 des Versatel-Konzerns,
- Quartalsberichterstattung der Versatel für die ersten drei Quartale des Jahres 2011,

- vom Aufsichtsrat der Versatel am 28. November 2011 genehmigte Planungsrechnung der Versatel für die Geschäftsjahre 2012 bis 2015 einschließlich der Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2011,
- von Versatel erstellter Ausblick für die Entwicklung des Rohergebnisses der Segmente der Versatel sowie des operativen Ergebnisses der Jahre 2016 bis 2020 vom November 2011,
- wesentliche Verträge,
- öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Kapitalmarktdaten,
- Auszüge aus den Arbeitspapieren der KPMG.

Als Auskunftspersonen standen uns neben dem Vorstand der Versatel insbesondere Mitarbeiter der Versatel und der KPMG zur Verfügung. Alle erbetenen Auskünfte sind uns erteilt worden.

Der Vorstand der Versatel hat uns gegenüber unter dem Datum vom 14. Dezember 2011 eine Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung der Angemessenheit der Abfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden. Des Weiteren hat uns die Geschäftsführung der VictorianFibre versichert, dass ihr keine darüber hinausgehenden oder anderslautenden, für den Bewertungsanlass relevanten Informationen bekannt sind.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S1) in der Fassung vom 2. April 2008 berücksichtigt.

Sollten sich zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 14. Dezember 2011 und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der Versatel am 9. Februar 2012 wesentliche Änderungen in der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der Versatel ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung gegebenenfalls noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführungen der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung von Minderheitsaktionären. Die Übereinstimmung der Konzern- und Jahresabschlüsse der Versatel zu den Stichtagen 31. Dezember 2008, 31. Dezember 2009 und 31. Dezember 2010 mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften sind vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahresabschlüsse und der Lageberichte sowie der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Für die Durchführung unseres Auftrages und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2002 maßgebend. Unsere Haftung bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen. Dritten gegenüber sind Nr. 1 Abs. 2 und Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen einschlägig. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den an der Übertragung beteiligten Gesellschaften und ihren Anteilshabern gelten die §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.

## **B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung**

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

Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der VictorianFibre festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der Versatel als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

Der gemäß § 327c Abs. 2 AktG bestellte sachverständige Prüfer hat nach § 327c Abs. 2 i.V.m. § 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Prüfungsbericht des sachverständigen Prüfers ist in sinngemäßer Anwendung von § 293e AktG anzugeben:

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

Die Angemessenheit der Abfindung lässt sich auf der Basis einer Überprüfung der von der KPMG durchgeführten Bewertung der Versatel, die die Grundlage für die Ableitung der Abfindung darstellt, beurteilen. Der Prüfer hat die der Ermittlung der Abfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die bewertungsrelevanten Faktoren sachgerecht abgeleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

Gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG hat die Hauptaktionärin der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichtes der Hauptaktionärin waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns nur insoweit mit dem vorgelegten Bericht befasst, als er wesentliche Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswertes der Versatel und die darauf aufbauende Ableitung der Barabfindung enthält.

Nach dem Bestellungsbeschluss des Landgerichts Berlin soll der Prüfungsbericht über die nach § 293a AktG erforderlichen Angaben hinaus auch Ausführungen über den Verlauf der Prüfung enthalten.

Wir haben unsere Prüfung im Zeitraum vom 23. August bis 14. Dezember 2011 im Wesentlichen in den Geschäftsräumen der Versatel in Düsseldorf, der KPMG in Frankfurt sowie in unseren Geschäftsräumen in Düsseldorf und Berlin durchgeführt.

Die Prüfung wurde im Wesentlichen von den beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfern sowie zwei weiteren Managern und zwei weiteren fachlichen Mitarbeitern durchgeführt und umfasste folgende wesentliche Prüfungsschritte:

- Analyse der Markt- und Wettbewerbsverhältnisse
- Analyse der Vergangenheit der Versatel
- Plausibilisierung der Planungsrechnung der Versatel
- Plausibilisierung der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses
- Plausibilisierung der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- Plausibilisierung der Ableitung des Ertragswerts
- Plausibilisierung der Ableitung des Börsenkurses

Im Zusammenhang mit der Finalisierung der Planungsrechnung der Versatel für die Geschäftsjahre 2011 bis 2015 wurden die Prüfungshandlungen im Zeitraum vom 2. September bis 7. November 2011 vorübergehend unterbrochen. Die Anlage 2

dieses Berichtes enthält eine tabellarische Darstellung der wesentlichen Prüfungsschritte.

Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit dem Vorstand und von diesem benannte Mitarbeiter der Versatel sowie Vertretern von KPMG erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft. Wir haben die methodische Konsistenz der Bewertungsmodelle geprüft und die Bewertungen rechnerisch nachvollzogen. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder.

## **C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung**

### **I. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 4 AktG i.V.m. § 293e AktG**

#### **1. Bewertungsgrundsätze**

##### **1.1. Vorbemerkungen**

Nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG hat die Hauptaktionärin den Minderheitsaktionären für die Übertragung der Aktien eine angemessene Barabfindung zu gewähren. Hierbei muss nach § 327b Abs. 1 AktG die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Aktienübertragung berücksichtigen.

Als Grundlage für die Ermittlung der Barabfindung werden die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung verwendet. Die hierbei zugrunde gelegte Methodik ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.

Der Gesetzgeber schreibt keine bestimmte Methode für die Bewertung des Unternehmens vor.

In der Betriebswirtschaftslehre, in der Rechtsprechung und in der Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundlagen herausgebildet, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden. Nach herrschender Auffassung ist die Barabfindung aus einem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzeptes und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.

Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind im Standard „Grundsätze zur

Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S1) in der Fassung vom 2. April 2008 festgelegt.

Der Wert 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. Nach IDW S1 wird der Wert des Unternehmens regelmäßig aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.

## **1.2. Zukunftserfolgswert**

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich grundsätzlich auf Basis der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cash-Flow-Verfahren ermittelt werden.

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrunde liegende Planungsrechnung kann nach handelsrechtlichen oder anderen Vorschriften aufgestellt sein. Die Finanzierbarkeit der geplanten Ausschüttungen ist hierbei zu beachten. Bei den alternativ im IDW S1 dargestellten Discounted-Cash-Flow-Methoden erfolgt eine Diskontierung der zukünftig geplanten Finanzmittelüberschüsse unter der Nebenbedingung der handelsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit. Bei gleichen Bewertungsannahmen und -prämissen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Bewertungsverfahren zu gleichen Unternehmenswerten. Aus diesem Grund wurde auf eine gesonderte Berechnung des Unternehmenswertes nach einem Discounted-Cash-Flow-Verfahren verzichtet.

Wir haben uns davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertrags- und Bilanzplanung auch eine abgestimmte Finanzbedarfsrechnung zugrunde liegt und damit die zuvor dargestellten Voraussetzungen für die Äquivalenz von Er-

tragswertverfahren und Discounted-Cash-Flow-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

In dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Barwert werden die zukünftigen prognostizierten Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse berücksichtigt, die aus dem betriebsnotwendigen Vermögen des Bewertungsobjekts abgeleitet werden. 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 können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen. Das etwaige vorhandene nicht betriebsnotwendige Vermögen umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert oder verwendet werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

Der Unternehmenswert der Versatel wurde mittels des Ertragswertverfahrens abgeleitet.

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder Sonderwerte ergaben sich nicht.

### **1.3. Liquidationswert**

Der Liquidationswert ergibt sich durch Diskontierung der sich im Rahmen einer Liquidation des Bewertungsobjektes ergebenden finanziellen Überschüsse. Der Liquidationswert kommt gemäß IDW S1 als Wertuntergrenze für die Unternehmensbewertung in Betracht, wenn er den Zukunftserfolgswert übersteigen würde.

Im vorliegenden Fall wurde von der KPMG ein überschlägiger Liquidationswert ermittelt, der unter dem Börsenwert und unter dem Ertragswert liegt. Es handelt sich um einen fiktiven Liquidationswert. Dessen ungeachtet wäre der fiktive Liquidationswert bei der Ermittlung des Abfindungsbetrages grundsätzlich zu berücksichtigen (vgl. OLG Düsseldorf, 13. März 2008, I-26 W 8/07 AktE).

Wir haben eine eigene überschlägige vereinfachte Abschätzung eines möglichen Liquidationswerts vorgenommen. Die sich ergebende Wertindikation lag aufgrund des Ergebnispotentials des Bewertungsobjekts bei Fortführung und der bei einer

Liquidation anfallenden Aufwendungen deutlich unterhalb des Unternehmenswerts unter angenommener Fortführung der Versatel. Da zudem nach Auskünften des Vorstands der Versatel aufgrund des erwarteten Ertragspotentials eine Liquidation der Versatel nicht beabsichtigt ist, ist es sachgerecht, für die Bemessung der Abfindung nicht auf den Liquidationswert abzustellen.

#### **1.4. Substanzwert**

Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Werte und Schulden. Aufgrund der Schwierigkeiten, nicht bilanzierungsfähige, vor allem immaterielle Werte eines Unternehmens zu ermitteln, wird in der Regel ein Substanzwert im Sinne eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwertes ermittelt. Da diesem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswertes keine eigenständige Bedeutung zu.

Es ist daher angemessen, dass ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

## **2. Berücksichtigung des Börsenkurses**

Sofern für Unternehmensanteile Börsenkurse vorliegen, sind diese nach IDW S1 zur Plausibilitätsbeurteilung des nach Ertragswert- oder DCF-Verfahren ermittelten Unternehmenswertes heranzuziehen.

Nach einer Entscheidung des BVerfG (27. April 1999, 1-BvR-1613/94) ist der Börsenkurs der Aktie eines Unternehmens dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie gegenüberzustellen. Das BVerfG fordert, dass ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben darf. Dabei ist die Abfindung so zu bemessen, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen erhalten hätten.

Die Aktien der Versatel sind zum Handel im regulierten Markt und im Teilbereich des regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen, wo sie im elektronischen Handelssystem XETRA und XETRA Frankfurt 2 gehandelt werden. Darüber hinaus werden sie im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart gehandelt.

Im Hinblick auf die Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Abfindung verweisen wir auf Abschnitt C.III. dieses Berichtes.

### **3. Angemessenheit der Bewertungsmethode**

Die vorstehenden Bewertungsgrundsätze und -methoden - namentlich das Ertragswertverfahren - gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des IDW gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung anerkannt.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung ist im vorliegenden Fall die Anwendung der Methoden zur Ermittlung der Barabfindung, ausgehend von der Ermittlung des Ertragswertes unter Analyse der Maßgeblichkeit eines Börsenkurses, angemessen.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf die nachfolgenden Abschnitte.

## II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

### 1. Bewertungsobjekt

#### 1.1. Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

Bewertungsobjekt ist die **Versatel**.

Die Versatel hat ihren **Sitz** in Berlin und ist im Handelsregister des Amtsgerichtes Charlottenburg, Berlin, unter HRB 106782 B eingetragen.

Der satzungsmäßige **Gegenstand des Unternehmens** ist der direkte oder indirekte Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Beteiligungen an anderen Gesellschaften, insbesondere der deutschen Versatel Gruppe, sowie damit zusammenhängende Geschäfte.

Das **Geschäftsjahr** der Versatel entspricht dem Kalenderjahr.

Das **Grundkapital** der Versatel beträgt laut Handelsregister € 44.000.000,00 und ist in 44.000.000 auf den Namen lautende Stammaktien in Form von nennwertlosen Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je € 1,00 eingeteilt.

Zum Stichtag des Herausgabeverlangens, dem 2. August 2011, hält die Victorian-Fibre laut Depotauszug der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Düsseldorf vom 2. August 2011 unmittelbar 43.363.157 Aktien. Dies entspricht 98,6 % der Anteile an der Versatel.

Die **Versatel** ist zum Prüfungszeitpunkt mit 100 % an der Versatel Holding GmbH, Berlin, beteiligt, die ihrerseits direkt oder indirekt an nachfolgend aufgeführten Gesellschaften beteiligt ist:

<b>Versatel Holding GmbH Beteiligungsverhältnisse</b>			
<b>Nr.</b>	<b>Gesellschaft</b>	<b>Sitz</b>	<b>Beteiligung- quote</b>
1.	Versatel Nord GmbH	Flensburg	100%
2.	Versatel Deutschland GmbH	Stuttgart	100%
3.	Versatel Ost GmbH	Berlin	100%
4.	Versatel West GmbH	Dortmund	100%
5.	Versatel Service GmbH	Düsseldorf	100%
6.	Tropolys Netz GmbH	Düsseldorf	100%
7.	Tropolys Service GmbH	Düsseldorf	100%
8.	Versatel Immobilien Verwaltungs GmbH	Düsseldorf	100%
9.	Versatel BreisNet GmbH	Freiburg i.Br.	100%
10.	Versatel Beteiligungs GmbH	Düsseldorf	100%
11.	Versatel Service Nord GmbH & Co. KG	Düsseldorf	100%
12.	Versatel Service Süd GmbH & Co. KG	Düsseldorf	100%
13.	Versatel Service Ost GmbH & Co. KG	Düsseldorf	100%
14.	Versatel Service West GmbH & Co. KG	Düsseldorf	100%
15.	Versatel Service BreisNet GmbH & Co. KG	Düsseldorf	100%
16.	Ruhrnet GmbH	Schwerte	100%

Quelle: Übertragungsbericht

Daneben wurden zwei assoziierte Unternehmen in die Konzernplanung mit einbezogen.

Zum Prüfungszeitpunkt bestanden zwischen der Versatel und der Versatel Holding GmbH, Berlin, sowie deren wesentlichen Tochtergesellschaften Gewinnabführungsverträge.

Es wurden Gesellschafterbeschlüsse zur Verschmelzung der Versatel Nord GmbH, der Versatel Ost GmbH und der Versatel West GmbH auf die Versatel Deutschland GmbH gefasst. Mit der Eintragung der Verschmelzungsbeschlüsse im Handelsregister wird im ersten Quartal 2012 gerechnet.

Die Versatel ist einer der führenden infrastrukturbasierten alternativen **Telekommunikationsanbieter** in Deutschland und erzielt seine Umsätze im Wesentlichen aus dem Verkauf von Telekommunikationsprodukten und -dienstleistungen in den Produktgruppen Festnetzanschlüsse (DSL und ISDN), Virtual Private Network-Lösungen (VPN-Lösungen), Sprach- und Datenprojekte, Mehrwertdienste, Vermietung von Datenleitungen und Durchleitung von Sprach- und Datenvolumina sowie sonstigen Leistungen. Die Umsätze der Versatel Gruppe werden ausschließlich in Deutschland erzielt.

Die Versatel-Gruppe verfügt über ein hochmodernes und leistungsfähiges Glasfaserregionalnetz mit einer Gesamtlänge von über 45.000 km in ganz Deutschland. In 32 der 50 größten deutschen Städte ist Versatel mit seinem eigenen Netz vertreten und erreicht damit ca. 10 Mio. Haushalte. Der Ausbau des Geschäftes rund um das eigene Netz stand im Jahr 2010 im Mittelpunkt der strategischen Ausrichtung des Konzerns. Die Netzinfrastruktur ist und bleibt nach Einschätzung des Vorstands das zentrale Differenzierungsmerkmal im deutschen Markt und wird ausweislich des Lageberichts 2010 der Versatel auch in den nächsten Jahren weiter an Bedeutung gewinnen. Das Netz, das in den vergangenen Jahren die Grundlage für die umfangreiche Produktpalette von Versatel war, wird in Zukunft noch besser genutzt werden und die Basis für breitbandige Vorleistungen im Festnetz- und Mobilfunkumfeld sein.

Die Versatel unterteilt seit dem Geschäftsjahr 2011 ihre Aktivitäten in die drei folgenden Segmente:

- Massenmarkt,
- Geschäftskunden und
- Wholesale.

Strategisch erfolgt die Fokussierung auf die Segmente Geschäftskunden und Wholesale, da hier der größte Nutzen aus der eigenen Netzinfrastruktur gezogen wird.

Im Geschäftsbereich **Massenmarkt** mit einem Anteil an den Umsatzerlösen von rund 39,2 % (2010) liegt der Vermarktungsschwerpunkt von Versatel auf Standardprodukten im Bereich Telefonie- und Breitbandtechnologie für Privatpersonen und kleine Unternehmen. Im Segment **Geschäftskunden** bietet Versatel maßgeschnei-

derte Kommunikationslösungen für mittlere Unternehmen und Großkunden an. Der Anteil dieses Segments an den Umsatzerlösen der Versatel betrug 2010 rund 27,6 %. Im Segment **Wholesale** werden die Vorteile der eigenen Netzinfrastruktur durch Zusammenschaltungsleistungen für die Durchleitung von Sprach- und Datenvolumina sowie durch die Vermarktung von Anschlüssen und Bandbreitenkapazitäten genutzt, was zu einem Anteil an den Umsatzerlösen von 33 % (2010) führt.

Während die eigene Infrastruktur im Geschäftskunden-Segment insbesondere durch die Qualität und Wertigkeit der angebotenen Produkte zum Tragen kommt, können im Wholesale-Segment vor allem die Dichte und die Einzigartigkeit der Infrastruktur zum Erfolg genutzt werden, insbesondere auch durch die Vermarktung der Netzinfrastruktur im Rahmen der Bereitstellung von Netzkapazitäten an Mobilfunknetzbetreiber („Mobile Backhaul“), der Lokationsanbindung alternativer Telekommunikationsunternehmen und Kabelnetzbetreiber oder in der Anbindung internationaler Netzbetreiber.

## 1.2. Markt- und Wettbewerbsumfeld

### Gesamtwirtschaftlicher Rahmen

Während das Jahr 2010 zunächst durch eine dynamische Erholung der Weltwirtschaft geprägt war, verlangsamte sich diese Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2010 wieder. Trotzdem wuchs die Weltwirtschaft in 2010 um 5,0 %.<sup>1</sup> Die Aussichten für die Weltkonjunktur haben sich jedoch im Laufe des Jahres 2011 eingetrübt. Eine Rezession wird zwar derzeit für die Weltwirtschaft insgesamt als wenig wahrscheinlich erachtet, jedoch wird insbesondere für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften infolge von Unsicherheit, fortschreitenden Konsolidierungsprozessen im privaten Sektor und der inzwischen eng begrenzten Möglichkeiten der Wirtschaftspolitik zur Stimulierung der Konjunktur mit einem deutlich geringerem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts gerechnet. Derzeit erwartet das Institut für Weltwirtschaft ein Wachstum der Weltwirtschaft in Höhe von 3,8 % in 2011, für das Jahr 2012 in Höhe von 3,5 %.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Ifo, „Ifo Konjunkturprognose 2011/2012: Aufschwung geht langsamer voran“, 29. Juni 2011, S. 2.

<sup>2</sup> IfW-Kiel, Weltkonjunktur im Herbst 2011, 12. September 2011, S. 28.

Trotz der positiven Weltwirtschaftsentwicklung sind die Aussichten für den **europäischen Raum** aufgrund der Schuldenkrise in einigen Mitgliedstaaten der Europäischen Union deutlich gedämpft. Die Konjunktur im Euroraum hat sich im bisherigen Verlauf des Jahres 2011 stark abgeschwächt. Lediglich das derzeit noch positive Wachstum in Deutschland und Frankreich stützt das Wirtschaftswachstum im europäischen Raum. Das Institut für Weltwirtschaft rechnet für 2011 mit einem Wachstum des Euroraums von 1,4 % und für 2012 von 0,6 %, welches ohne Deutschland jedoch nur 0,9 % bzw. 0,5 % betragen würde.<sup>3</sup>

Im Jahresgutachten 2011/12 des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage wird für **Deutschland** in 2011 noch ein Wirtschaftswachstum von 3,0 % erwartet, 2012 hingegen nur noch 0,9 %. Die Arbeitslosenquote ist im Jahr 2011 rückläufig und wird insgesamt mit 7,1 % erwartet. Dieser Trend soll sich auch im Jahr 2012 weiter fortsetzen und es wird von einem weiteren Rückgang auf 6,9 % ausgegangen. Aufgrund der starken konjunkturellen Belebung in 2010 und 2011 kam es zu einem deutlichen Anstieg der Inflationsrate im Vergleich zu den Vorjahren. Insgesamt wird für das Jahr 2011 von einer Inflationsrate von 2,3 % für Deutschland ausgegangen; für das Jahr 2012 wird erwartet, dass diese wieder leicht unterhalb der 2 %-Marke bei 1,9 % liegt.<sup>4</sup>

## Telekommunikationsmarkt

Der Telekommunikationsmarkt kann grundsätzlich in drei Bereiche unterteilt werden. Hersteller von Telekommunikations-Hardware, Betreiber von Telekommunikationsnetzwerken sowie Anbieter von Telekommunikationsdienstleistungen. Die Versatel selbst ist sowohl als Anbieter von Telekommunikationsdienstleistungen als auch als Betreiber von Telekommunikationsnetzwerken tätig, da sie selbst über ein eigenes Netz verfügt und dieses auch anderen Anbietern zur entgeltlichen Durchleitung zur Verfügung stellt.

Der Gesamtmarkt für Telekommunikationsdienstleistungen in Deutschland lässt sich in die beiden Teilbereiche Festnetz (Sprachtelefonie und Breitbandanschlüsse) so-

---

<sup>3</sup> IfW-Kiel, Konjunktur im Euroraum im Herbst 2011, 12. September 2011, S. 18.

<sup>4</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage, Jahresgutachten 2011/12, November 2011, S. 11.

wie Mobilfunk unterscheiden. Das Gesamtmarktvolumen in Deutschland betrug im Jahr 2010 insgesamt rund € 60,3 Mrd. Hiervon entfallen rund € 36,4 Mrd. auf den Festnetzbereich und rund € 23,9 Mrd. auf den Mobilfunkbereich. Die Versatel ist insbesondere im Festnetzbereich tätig (rund 75 % der Umsatzerlöse) und hat auf Basis der Marktzuordnung im Rahmen einer Studie von PricewaterhouseCoopers einen Marktanteil von rund 2 %.<sup>5</sup>

Insgesamt unterliegt der Festnetzmarkt wie auch der Gesamtmarkt für Telekommunikationstechnologie einer schrumpfenden Tendenz. Diese Gesamtentwicklung ist zu differenzieren. Während insbesondere die Deutsche Telekom AG mit starken Rückgängen im Festnetzmarkt zu kämpfen hat und einen durchschnittlichen Umsatzrückgang in den letzten drei Jahren von rund 6,7 % p.a. verzeichnete, konnten ihre Wettbewerber Umsatzzuwächse von durchschnittlich 3,0 % p.a. erzielen.<sup>6</sup> Während die Internetpenetration und Internetnutzung in Deutschland zwar weiterhin zunimmt, ist die Wachstumsrate des Marktes für Breitbandanschlüsse (Internetzugang mit hoher Datenübertragungsrate) jedoch seit einigen Jahren bereits rückläufig. Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass nahezu die Hälfte aller Neukunden einen Breitbandzugang über den Kabelnetzbetreiber abschließen. Der Umsatz in diesem Marktsegment ist in den letzten drei Jahren um durchschnittlich 1,9 % p.a. gestiegen.<sup>7</sup>

Für das Jahr 2012 rechnet der Branchenverband der Anbieter von Telekommunikations- und Mehrwertdiensten (VATM) mit einer Stabilisierung des Markts bzw. mit einem Rückgang des Gesamtmarktvolumens von maximal 1,0 %.<sup>8</sup>

Der Wettbewerb ist durch einen starken Verdrängungswettkampf und einen hohen Preisdruck bei bestehender Kundenbasis gekennzeichnet. Wettbewerber im Privatkundenmarkt sind bspw. die Deutsche Telekom AG oder die Vodafone Group plc, die im deutschen Markt mitunter über erhebliche Größenvorteile verfügen und somit Produkte und Dienstleistungen mit aggressiven Angeboten anbieten können.

Im Bereich der Geschäftskunden ist insbesondere die QSC AG, Köln (im Folgenden „QSC“) als direkter Wettbewerber der Versatel zu nennen. Im Bereich Wholesale

---

<sup>5</sup> PricewaterhouseCoopers, German Entertainment and Media Outlook 2010-2014, S. 31.

<sup>6</sup> Dialog Consult / VATM, 13. gemeinsame TK-Marktanalyse 2011, 27. Oktober 2011, S. 5.

<sup>7</sup> Dialog Consult / VATM, 13. gemeinsame TK-Marktanalyse 2011, 27. Oktober 2011, S. 5.

<sup>8</sup> Dialog Consult / VATM, 13. gemeinsame TK-Marktanalyse 2011, 27. Oktober 2011, S. 5.

sieht sich die Versatel den festnetzbasierenden Carriern gegenüber, insbesondere also der Deutschen Telekom AG, aber auch der zu Vodafone gehörenden Arcor, COLT, QSC sowie diversen City Carriern, die über eigene lokale Infrastruktur verfügen. Allerdings bildet das Glasfasernetz der Versatel aufgrund der großen Abdeckung in deutschen Zentralregionen bzw. den größten Städten, einen Wettbewerbsvorteil.

In der Zukunft ist aus heutiger Sicht kein Wachstum mehr mit klassischen Telefonie- und Datendiensten zu erwarten. Vielmehr werden neuere Anwendungen wie mobile Internet- und Datendienste oder Cloud Computing (Verlagerung von Software und Hardware zu einem zentralen Anbieter) auf dem Markt zunehmend Bedeutung gewinnen.<sup>9</sup>

Der deutsche Telekommunikationsmarkt unterliegt einer sektorspezifischen Regulierung durch die Bundesnetzagentur. Diese Regulierung berührt auch die Interessen der Versatel, die für ihre Geschäftstätigkeit teilweise auf Vorleistungen des früheren Monopolanbieters, der Deutschen Telekom AG, angewiesen ist. Von Bedeutung sind hierbei insbesondere Maßnahmen im Rahmen der Zugangs- und Entgeltregulierung.

## **2. Bewertungstichtag**

Nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG ist maßgeblicher Bewertungstichtag der Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der Versatel, auf der der Beschluss zur Übertragung der Aktien gefasst werden soll. Die außerordentliche Hauptversammlung der Versatel ist am 9. Februar 2012 vorgesehen.

Als technischer Bewertungstichtag für die Ertragswertermittlung wurde der 1. Januar 2012 gewählt. Dementsprechend wurden die geplanten Ertragsüberschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend auf den 9. Februar 2012 mit dem maßgeblichen Diskontierungszinssatz aufgezinst.

Diese Vorgehensweise ist unseres Erachtens angemessen.

---

<sup>9</sup> Steria Mummert Consulting, Telekommunikation: 68 Prozent der Unternehmen erwarten bis 2013 Wachstum durch Datendienste, Pressemitteilung vom 28. Juli 2011.

### 3. Ertragswertermittlung

#### 3.1. Unternehmensplanung

Das der Ermittlung des Ertragswertes zu Grunde liegende Planungsmodell umfasst zwei Phasen.

Die **Detailplanungsphase** basiert auf einer integrierten Planungsrechnung (Gewinn- und Verlustrechnung-, Bilanz- und Cashflow-Planung) der Versatel und ihrer Tochterunternehmen für die Geschäftsjahre 2012 bis 2015 einschließlich der Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2011, die nach IFRS Grundsätzen erstellt wurde. Die konsolidierte Planungsrechnung umfasst alle konsolidierten verbundenen Unternehmen des Konzerns der Versatel. Der Vorstand der Versatel hat diese Planung im November 2011 verabschiedet.

Der Aufsichtsrat der Versatel hat die Planungsrechnung am 28. November 2011 für das Jahr 2012 genehmigt und für die Jahre 2013 bis 2015 zur Kenntnis genommen.

Die Planungsrechnung wurde durch die Mitarbeiter der Versatel in Abstimmung mit dem Vorstand der Gesellschaft im Zeitraum September bis November 2011 im Rahmen des turnusmäßigen Planungsprozesses erstellt. Geplant wurde ausgehend von den bereinigten Werten der Vergangenheit, den strategischen und operativen Entscheidungen des Vorstandes und aktuellen Marktinformationen bzw. Einschätzungen.

Auf Grund unterschiedlicher Entwicklungen innerhalb des Produktfolios wurde die zweite Phase (**ewige Rente**) aus einem gesondert von Versatel entwickelten Konvergenzmodell für die Jahre 2016 bis 2020 abgeleitet. Im Konvergenzmodell werden die unterschiedlichen Umsatzerwartungen der Geschäftsbereiche und deren Ergebnisauswirkungen dargestellt. Entsprechend der strategischen Ausrichtung der Versatel umfasst dies insbesondere auch die Ableitung des Wertbeitrages für das Segment Massenmarkt bis zu einem Zeitpunkt, in dem keine operativen Ergebnisse mehr in diesem Segment erzielt werden können. KPMG hat die Projektion unter

Berücksichtigung des nachhaltigen Wachstums barwertäquivalent in eine Ergebnisplanung für das Jahr 2016ff umgerechnet.

## **3.2. Vergangenheitsanalyse**

### **3.2.1. Vorbemerkung**

Ausgangspunkt unserer Tätigkeit war die Analyse von Vergangenheitsergebnissen, da diese als erste Orientierung für die Plausibilisierung von Planzahlen dient. Hierfür standen uns insbesondere die geprüften und mit uneingeschränkten Bestätigungsvermerken versehenen Konzernabschlüsse der Versatel für die Geschäftsjahre 2009 bis 2010 zur Verfügung.

Die Gewinn- und Verlustrechnungen der Geschäftsjahre 2009 bis 2010 wurden von KPMG bereinigt, um so eine bessere Vergleichbarkeit der Entwicklung der Vergangenheit mit den Planzahlen zu gewährleisten. Die Bereinigungen beschränken sich auf die Jahre 2009 und 2010, da in 2009 eine strategische Neuausrichtung der Versatel erfolgte. Diese umfasste Restrukturierungsprogramme und die Fokussierung auf die Segmente Geschäftskunden und Wholesale.

Hierzu wurden in einem ersten Schritt einmalige und außerordentliche Erträge und Aufwendungen aus den Vergangenheitszahlen eliminiert, die so in der Zukunft planungstechnisch nicht mehr zu erwarten wären. Weiterhin wurden Anpassungen in der Konzernstruktur auf Grund von Verkäufen von Tochtergesellschaften in 2010 (pro Forma Anpassungen) berücksichtigt. Es handelt sich hierbei um die Folgen des Verkaufs des Kabelbereichs im Geschäftsjahr 2010. Daneben wurden die Vergangenheitszahlen einer neuen Planungsstruktur hinsichtlich der Zuordnung der Segmente ab dem Geschäftsjahr 2011 angepasst. Die früheren Bereiche Privatkunden und das Geschäft mit kleinen Unternehmen, die mit privatkundenähnlichen Produkten versorgt werden, wurden zum neuen Segment Massenmarkt zusammengefasst.

Auf Anpassungen des Finanzergebnisses und der Unternehmenssteuern infolge der vorgenommenen Bereinigungen wurde verzichtet, da diese für die Planung unter Berücksichtigung des erwarteten Finanzbedarfs und der Finanzierungsbedingungen sowie der erwarteten steuerlichen Gegebenheiten neu berechnet wurden.

In der zweiten Jahreshälfte 2010 startete die Versatel das Restrukturierungsprogramm „transform“, mit dem das Unternehmen seinen Geschäftskundenfokus stärken und auf die Effizienzsteigerung im Massengeschäft ausgerichtet werden soll. Zudem soll das dichte Glasfasernetz für die Geschäftssegmente Geschäftskunden und Wholesale optimal genutzt werden. Im Geschäftskundensegment beschäftigt sich „transform“ insbesondere mit der Verbesserung und Standardisierung operativer Abläufe zur Umsetzung von Projektgeschäften sowie mit verbesserten Systemen bei der Projektrealisierung. Das Restrukturierungsprogramm geht einher mit der Entscheidung zur Fokussierung auf die Segmente Geschäftskunden und Wholesale, während das Segment Massenmarkt nicht mehr aktiv vorangetrieben wird und die Konzentration auf der Sicherung des Kundenbestands liegt.

Die **bereinigte** konsolidierte Pro-Forma-Ertragslage des Versatel-Konzerns auf Basis internationaler Rechnungslegungsstandards ergibt sich danach wie folgt:

Versatel Konzern Gewinn- und Verlustrechnung nach Bereinigungen / pro Forma Anpassungen	2009		2010	
	T€	%	T€	%
Massenmarkt	322.601	43,2	280.561	37,7
Geschäftskunden	189.057	25,3	197.700	26,5
Wholesale	207.908	27,8	237.193	31,8
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>719.566</b>	<b>96,4</b>	<b>715.454</b>	<b>96,1</b>
Aktivierete Eigenleistungen	12.656	1,7	12.162	1,6
Sonstige betriebliche Erträge	14.460	1,9	17.247	2,3
<b>Gesamtleistung</b>	<b>746.682</b>	<b>100,0</b>	<b>744.863</b>	<b>100,0</b>
Materialaufwand	367.649	49,2	391.855	52,6
<b>Rohergebnis</b>	<b>379.034</b>	<b>50,8</b>	<b>353.008</b>	<b>47,4</b>
Personalaufwand	86.142	11,5	85.979	11,5
Abschreibungen	185.589	24,9	155.921	20,9
sonstige betriebliche Aufwendungen	113.125	15,2	99.501	13,4
<b>Ergebnis vor Finanzergebnis und Ertragsteuern (EBIT)</b>	<b>-5.822</b>	<b>-0,8</b>	<b>11.608</b>	<b>1,6</b>
Finanzergebnis	-34.450	-4,6	-41.831	-5,6
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT) nach Bereinigungen und pro Forma Anpassung</b>	<b>-40.272</b>	<b>-5,4</b>	<b>-30.223</b>	<b>-4,1</b>
Bereinigungen	-5.275	-0,7	-91.470	-12,3
pro Forma Anpassungen	1.008	0,1	282	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>-44.539</b>	<b>-6,0</b>	<b>-121.411</b>	<b>-16,3</b>
Ertragsteuern	-2.281	-0,3	547	0,1
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-42.258</b>	<b>-5,7</b>	<b>-121.959</b>	<b>-16,4</b>

Quelle: Berichte über die Prüfung der Konzernabschlüsse zum 31. Dezember 2009 und zum 31. Dezember 2010 der Versatel

Hierzu geben wir folgende Erläuterungen:

Die **Umsatzerlöse** sind ausgehend vom Jahr 2009 mit insgesamt T€ 719.566 geringfügig um T€ 4.112 bzw. 0,6 % auf T€ 715.454 im Jahr 2010 gesunken. Hierbei zeigten sich in den Segmenten unterschiedliche Entwicklungen ab. Die Umsätze des Segmentes Massenmarkt verringerten sich vom Geschäftsjahr 2009 auf 2010 um rund 13 %. Diese Entwicklung war durch Kundenverluste und insbesondere durch die hohe Wettbewerbsintensität im Bereich Privatkunden DSL bedingt. Im

Segment Geschäftskunden stiegen die Umsätze hingegen um T€ 8.643 bzw. 4,6 % im Geschäftsjahr 2010. Die wesentliche Ursache hierfür lag in der wachsenden Vermarktung der IP-VPN-Services, die bereits den größten Umsatzanteil im Geschäftskundensegment darstellen. Rückläufig entwickelten sich in diesem Segment hingegen die Sprachumsätze im Mobilfunkbereich. Im Segment Wholesale stiegen die Umsätze um T€ 29.285 bzw. 14,1 % auf T€ 237.193 vom Geschäftsjahr 2009 auf 2010. Durch eine deutliche Zunahme des terminierten Sprachvolumens um 25,9 % konnte ein Umsatzrückgang im Datengeschäft überkompensiert werden.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** beinhalten Erträge aus abgeschlossenen Vergleichen, Rückstellungsauflösung und vergleichbaren Sachverhalten.

Die **aktivierten Eigenleistungen** sind im Wesentlichen beim Ausbau des eigenen Leitungsnetzes entstanden.

Die im Zusammenhang mit den Umsatzerlösen anfallenden **Materialaufwendungen** haben sich 2010 ausgehend von 2009 im Verhältnis zu den Umsatzerlösen und auch absolut erhöht. Ursächlich hierfür waren neben gestiegen Preisen, die aufgrund des Wettbewerbsdrucks nicht auf Kundenseite weitergereicht werden konnten, auch Änderungen im Produktmix. Die Materialaufwendungen enthalten sowohl fixe als auch variable Netzwerkkosten. Die variablen Netzwerkkosten stiegen aufgrund eines erhöhten Minutenvolumens, welches in der Ausweitung des Sprachgeschäftes im Segment Wholesale begründet liegt.

Das **Rohergebnis** sank in 2010 gegenüber 2009 von T€ 379.034 um T€ 26.026 auf T€ 353.008. Die deutlichste Minderung ergab sich hier im Segment Privatkunden. Die Rohertragsquote verminderte sich von 50,8 % in 2009 auf 47,4 % in 2010.

Die **Personalaufwendungen** sind nach Bereinigungen annähernd konstant mit einer Aufwandsquote von rund 12 % im Verhältnis zu den Umsatzerlösen. Die Bereinigungen in diesem Bereich betreffen insbesondere die Maßnahmen der Versatel zur Effektivierung und teilweisen Neuausrichtung im Rahmen des Restrukturierungsprogramms „transform“.

Die **Abschreibungen**, die ansonsten insbesondere auf das Sachanlagevermögen entfallen, enthielten im Geschäftsjahr 2010 rund € 68,6 Mio. außerplanmäßige Ab-

schreibungen auf immaterielle Vermögenswerte. Diese waren im Wesentlichen auf eine Abschreibung des Geschäfts- oder Firmenwert des bisherigen Segments Privatkunden zurückzuführen und wurden entsprechend bereinigt.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** sind im Geschäftsjahr 2010 gegenüber 2009 um rund T€ 13.624 auf T€ 99.501 gesunken. Der Rückgang ergab sich insbesondere aus der Minderung der Vertriebs- und Marketingaufwendungen. Die wesentlichsten Positionen neben Vertriebs- und Marketingaufwendungen sind Aufwendungen für Instandhaltung und Wartung, Mieten und Pachten sowie Rechts- und Beratungskosten.

Das **Finanzergebnis** resultiert insbesondere aus dem Saldo von Zinsaufwendungen und Zinserträgen auf Darlehen und Guthaben; daneben sind Zinsaufwendungen aus Finanzierungsleasing hier ausgewiesen.

Wir haben die **Bereinigungen** des EBIT um außerordentliche und einmalige Ergebniseffekte anhand der Prüfungsberichte sowie weiterer Nachweise nachvollzogen. Nach unserer Auffassung sind die Bereinigungen der Vergangenheitszahlen zutreffend vorgenommen worden. Die **pro Forma Anpassungen** berücksichtigen das in 2010 veräußerte Endkunden-Kabelgeschäft.

Die Zusammensetzung der Bereinigungen und pro Forma Anpassungen ist in Anlage 1 zum Bericht der KPMG, der dem Übertragungsbericht als Anlage 2 beigefügt ist, detailliert dargestellt und erläutert.

### 3.2.2. Vermögens- und Finanzlage

Die Vermögens- und Finanzlage der Versatel stellt sich zu den Bilanzstichtagen 31. Dezember 2009 und 31. Dezember 2010 wie folgt dar:

Versatel Konzern Konzernbilanz Aktiva	31.12.2009		31.12.2010	
	T€	%	T€	%
Immaterielle Vermögenswerte	84.798	8,3	47.478	5,5
Geschäfts- oder Firmenwert	187.174	18,4	94.199	10,9
Sachanlagen	574.910	56,4	502.773	58,3
sonstige Finanzanlagen	57	0,0	0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	26.364	2,6	11.036	1,3
Übrige Forderungen und sonstige Vermögenswerte	5.807	0,6	1.895	0,2
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>879.110</b>	<b>86,3</b>	<b>657.381</b>	<b>76,2</b>
Vorräte	355	0,0	29	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	73.691	7,2	90.463	10,5
Sonstige Vermögenswerte	19.747	1,9	16.629	1,9
Flüssige Mittel	45.580	4,5	98.393	11,4
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>139.373</b>	<b>13,7</b>	<b>205.514</b>	<b>23,8</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>1.018.483</b>	<b>100,0</b>	<b>862.895</b>	<b>100,0</b>

Versatel Konzern Konzernbilanz Passiva	31.12.2009		31.12.2010	
	T€	%	T€	%
Gezeichnetes Kapital	44.000	4,3	44.000	5,1
Kapitalrücklage	463.873	45,5	463.722	53,7
Übrige Rücklagen	-24.172	-2,4	-18.677	-2,2
Kumuliertes Konzernergebnis	-240.544	-23,6	-362.503	-42,0
Konzernanteile	243.157	23,9	126.542	14,7
Minderheitenanteile	30	0,0	0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>243.187</b>	<b>23,9</b>	<b>126.542</b>	<b>14,7</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.126	0,5	4.657	0,5
Finanzschulden	550.275	54,0	520.405	60,3
Derivate Finanzierungsinstrumente	34.433	3,4	16.700	1,9
Abgegrenzte Kundenentgelte	10.505	1,0	9.901	1,1
Rückstellungen	4.659	0,5	9.699	1,1
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>604.998</b>	<b>59,4</b>	<b>561.362</b>	<b>65,1</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	123.477	12,1	124.056	14,4
Finanzschulden	9.429	0,9	8.999	1,0
Derivate Finanzierungsinstrumente	3.964	0,4	0	0,0
Übrige Verbindlichkeiten	18.909	1,9	15.493	1,8
Abgegrenzte Kundenentgelte	4.621	0,5	4.691	0,5
Tatsächliche Ertragsteuerschulden	2.955	0,3	0	0,0
Rückstellungen	6.943	0,7	21.752	2,5
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>170.298</b>	<b>16,7</b>	<b>174.991</b>	<b>20,3</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>1.018.483</b>	<b>100,0</b>	<b>862.895</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Berichte über die Prüfung der Konzernabschlüsse der Versatel zum 31. Dezember 2009 und 31. Dezember 2010

Hierzu geben wir folgende Erläuterungen:

Die **immateriellen Vermögensgegenstände** enthalten im Wesentlichen Marken und Schutzrechte, Software, Einmalentgelte und Kundenakquisitionskosten. Die Minderungen resultieren insbesondere aus Abgängen und Abschreibungen von Einmalentgelte und Kundenakquisitionskosten.

Der **Geschäfts- oder Firmenwert** beinhaltet u.a. auch die Marke Versatel. In 2010 ergab sich insbesondere im Zusammenhang mit den rückläufigen Ertragsaussichten des Privatkundensegmentes (jetzt dem Segment Massenmarkt zugeordnet) ein Wertminderungsbedarf.

Unter den **Sachanlagen** werden die Telekommunikationsanlagen, Switches und Backbones sowie andere Anlagen und Betriebs- und Geschäftsausstattung ausgewiesen. Die Telekommunikationsanlagen einschließlich des Glasfasernetzes haben hierbei einen Anteil am Buchwert von rund 62 %. Die Minderung von 2009 zu 2010 resultiert aus Abgängen und Abschreibungen, die das reduzierte Investitionsvolumen deutlich überkompensieren.

Die **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** belaufen sich insgesamt auf T€ 101.499 (in 2009 T€ 100.055) und resultieren aus dem laufenden Geschäftsbetrieb der Gesellschaft. Sie betreffen insbesondere Gebührenerlöse und Festnetz-Dienstleistungen im Kurzfristbereich sowie Forderungen aus Finanzierungsleasingverträgen. Der Ausweis richtet sich nach der Fristigkeit der Forderungen.

Die **sonstigen Vermögenswerte** beinhalten insbesondere Vorauszahlungen auf Leitungsmieten und Wartung sowie Finanzinstrumente.

Insgesamt hat der Verkauf des Kabelbereichs zu einem Abgang langfristiger Vermögenswerte in Höhe von € 66,6 Mio. geführt.

Die **Vorräte** bestehen im Wesentlichen aus Telekommunikationszubehör aus den Ladengeschäften des Konzerns.

Der Bestand an **flüssigen Mittel** ist in 2010 gegenüber 2009 insbesondere auf Grund des Zuflusses des Kaufpreises aus dem Verkauf der Kabelgesellschaften gestiegen.

Die Veränderung des **Eigenkapitals** um T€ 116.645 auf T€ 126.542 ergibt sich aus dem Konzernverlust sowie der positiven Veränderung der Hedge-Rücklage. Die Eigenkapitalquote zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2010 beträgt 14,7 % (Vorjahr 23,9 %). Das gezeichnete Kapital der Versatel beläuft sich auf T€ 44.000.

Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** ergeben sich aus den laufenden Lieferungs- und Leistungsbeziehungen des Konzerns. Der Ausweis als lang- bzw. kurzfristige Schulden ist von den Fälligkeiten der Verbindlichkeiten abhängig.

Die 2010 unter den langfristigen Schulden ausgewiesenen **Finanzschulden** in Höhe von T€ 520.405 beinhalten eine Anleihe (Senior Secured Floating Rate Note) mit einer Laufzeit bis zum Juni 2014, die mit 275 Basispunkten über dem 3-Monats-EURIBOR verzinst wird. Daneben werden in dieser Position Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasingverträgen ausgewiesen. Der Rückgang der langfristigen Schulden zum Jahresende 2010 ist sowohl durch die Ablösung eines Teils des derivativen Finanzinstruments zur Absicherung der variablen Zinskonditionen der Anleihe als auch auf den Abgang von Finanzschulden mit dem Verkauf des Kabelbereichs begründet.

Die **Rückstellungen** beinhalten im Wesentlichen Verpflichtungen aus dem Restrukturierungsprogramm „transform“, Kündigungsentgelte, Prozessrisiken und Pensionsansprüche.

Die **abgegrenzten Kundenentgelte** betreffen im Voraus erhaltene Grund- und Nutzungsgebühren. Der Ausweis erfolgt entsprechend der Fälligkeit der Kundenentgelte unter den lang- bzw. kurzfristigen Schulden.

Die **übrigen Verbindlichkeiten** betreffen im Wesentlichen Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern, abzuführende Lohnsteuer und Zinsabgrenzungen für Anleihen und Zinsswaps.

### 3.3. Planungsanalyse des operativen Ergebnisses

Zur Beurteilung der Planungsrechnung haben wir, ausgehend von den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und auf Grundlage der Entwicklungen der Vergangenheit mit dem Vorstand der Versatel, von diesem benannten Auskunftspersonen sowie der KPMG Plausibilisierungsgespräche geführt.

Nachfolgend wird die Planung der Gesellschaft für die Jahre 2011 bis 2015, die der Bewertung zu Grunde liegt, erläutert. Soweit für Bewertungszwecke Anpassungen bzw. Ergänzungen erfolgten, werden diese im Zusammenhang mit den Erläuterungen der einzelnen Planungspositionen dargestellt.

Versatel Konzern operatives Ergebnis	2011		2012		2013		2014		2015	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
Umsatzerlöse	630.647	97	611.465	97	579.109	96	569.247	97	567.108	97
Aktivierte Eigenleistungen	10.815	2	7.484	1	6.862	1	6.779	1	6.694	1
Sonstige betriebliche Erträge	9.482	1	9.000	1	20.000	3	9.000	2	9.000	2
<b>Gesamtleistung</b>	<b>650.944</b>	<b>100</b>	<b>627.948</b>	<b>100</b>	<b>605.971</b>	<b>100</b>	<b>585.026</b>	<b>100</b>	<b>582.802</b>	<b>100</b>
Materialaufwand	326.362	50	309.603	49	279.524	46	276.648	47	277.772	48
<b>Rohergebnis</b>	<b>324.582</b>	<b>50</b>	<b>318.345</b>	<b>51</b>	<b>326.447</b>	<b>54</b>	<b>308.378</b>	<b>53</b>	<b>305.030</b>	<b>52</b>
Personalaufwand	80.486	12	61.034	10	48.686	8	47.439	8	47.564	8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	94.238	14	90.876	14	93.672	15	89.902	15	87.661	15
<b>Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen</b>	<b>149.858</b>	<b>23</b>	<b>166.435</b>	<b>27</b>	<b>184.088</b>	<b>30</b>	<b>171.037</b>	<b>29</b>	<b>169.805</b>	<b>29</b>
geplante Sondereffekte	22.001	3	5.084	1	1.250	0	1.399	0	1.088	0
Abschreibungen	126.501	19	104.949	17	94.314	16	90.479	15	87.093	15
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern</b>	<b>1.356</b>	<b>0</b>	<b>56.401</b>	<b>9</b>	<b>88.524</b>	<b>15</b>	<b>79.159</b>	<b>14</b>	<b>81.624</b>	<b>14</b>

Hierzu geben wir nachfolgende Erläuterungen:

Die **Umsatzerlöse** der einzelnen Segmente setzten sich wie folgt zusammen:

Versatel Konzern Umsatzerlöse	2011		2012		2013		2014		2015	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
Massenmarkt	237.177	38	200.000	33	166.548	29	138.852	24	115.447	20
Geschäftskunden	205.826	33	221.210	36	236.260	41	248.690	44	261.257	46
Wholesale	187.644	30	190.254	31	176.301	30	181.704	32	190.404	34
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>630.647</b>	<b>100</b>	<b>611.465</b>	<b>100</b>	<b>579.109</b>	<b>100</b>	<b>569.247</b>	<b>100</b>	<b>567.108</b>	<b>100</b>

Die Entwicklung im Segment **Massenmarkt** spiegelt sowohl die strategische Entscheidung von Versatel bezüglich der Fokussierung auf die beiden anderen Segmente als auch den bestehenden kompetitiven Preisdruck am Markt wider. Während das Segment im Geschäftsjahr 2010 mit T€ 280.561 einen Anteil von 39,2 % an den gesamten Umsatzerlösen von Versatel aufwies, erwartet die Gesellschaft bis 2015 eine Abnahme der Umsätze dieses Segments auf T€ 115.447; dies entspricht einen Anteil von rd. 20 % der Gesamtumsätze. Da keine Aktivitäten mehr zur Gewinnung von Neukunden geplant werden, beruht der Rückgang der Umsätze sowohl auf einer Minderung der absoluten Kundenanzahl als auch auf sinkenden Umsätzen je Kunde.

Im Segment **Geschäftskunden** erwartet die Gesellschaft einen Umsatzanstieg vom Geschäftsjahr 2010 in das Jahr 2015 von über 32 % auf dann T€ 261.257. Damit entwickelt sich dieses Segment mit einem Anteil von rd. 46 % an den Gesamtumsatzerlösen zum umsatzstärksten Segment von Versatel.

Innerhalb des Segments werden unterschiedliche Entwicklungen von der Gesellschaft antizipiert: Während im traditionellen Sprachgeschäft aufgrund der vorliegenden Markterwartungen langfristig mit rückläufigen Umsätzen geplant wird, werden im Bereich der Breitband- und VPN-Produkte deutlich ansteigende Umsatzerlöse erwartet. Erhebliche Wachstumschancen werden auch bei der Schaffung einheitlicher Kommunikationslösungen gesehen, wengleich dieser Bereich der sog. UC-Lösungen (Unified Communications) einen eher geringen Umsatzanteil des Segments ausmacht.

Versatel erwartet auch in diesem Segment aufgrund des Wettbewerbsdrucks und des laufenden technologischen Fortschritts tendenziell rückläufige Preise. Die zu übertragenden Datenmengen werden hingegen weiterhin steigen.

Das Segment **Wholesale**, in dem im Geschäftsjahr 2010 Umsatzerlöse in Höhe von T€ 237.193 wird im Jahr 2011 zunächst einen deutlichen Umsatzrückgang auf T€ 187.644 verzeichnen. Ursächlich für diese Entwicklung ist im Wesentlichen die Senkung der Mobilfunkterminierungsentgelte Ende 2010.

Im weiteren Detailplanungszeitraum werden leicht schwankende Umsatzerlöse erwartet, die im Geschäftsjahr 2015 ein Niveau von T€ 190.404 erreichen. Dies entspricht einem Anteil von rd. 34 % der Gesamtumsätze der Versatel.

Das Segment wird von Versatel in die Bereiche Sprach- und Datendienste unterteilt. Während im Bereich Sprachdienste aufgrund eines starken regulatorischen Umfelds von einer Minderung der Umsatzerlöse ausgegangen wird, werden im Bereich Datendienste kontinuierlich steigende Umsätze geplant. Als positiver Einflussfaktor wird hier insbesondere das sog. Mobile Backhaul, also der Anschluss von Mobilfunkmasten an das Glasfasernetz der Versatel, gesehen.

Der Rückgang der **aktivierten Eigenleistungen** von 2010 mit T€ 12.162 auf 2011 mit T€ 10.815 sowie dann weiter auf 2012 mit noch T€ 7.484 ist mit der Auslagerung des technischen Außendienstes begründet. Diesbezüglich nimmt das Investitionsvolumen dementsprechend im Planungszeitraum auch ab.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** werden auf dem im Forecast für das Geschäftsjahr 2011 realisierten Niveau im Detailplanungszeitraum grundsätzlich pauschal fortgeschrieben. Der einmalige Anstieg der Erträge im Geschäftsjahr 2013 auf T€ 20.000 ist auf eine erwartete Entschädigungszahlung aus einem Vergleich mit einem Telekommunikationsanbieter zurückzuführen.

Insgesamt vermindert sich die **Gesamtleistung** von T€ 744.863 im Geschäftsjahr 2010 auf T€ 582.802 im Geschäftsjahr 2015. Der Rückgang ist maßgeblich aus den rückläufigen Umsätzen im Segment Massenmarkt bestimmt.

Das **Rohergebnis** reduziert sich im gleichen Zeitraum unterproportional von T€ 353.008 in 2010 auf T€ 305.030 in 2015. Entsprechend steigt die Rohergebnismarge insgesamt von 47,4 % auf rd. 52 %. Auf die Segmente bezogen erwartet die Gesellschaft folgende Entwicklung des Rohergebnisses im Detailplanungszeitraum:

Versatel Konzern Rohergebnis	2011		2012		2013		2014		2015	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
Massenmarkt	125.318	39	104.481	33	95.257	29	70.071	23	56.708	19
Geschäftskunden	115.820	36	128.326	40	143.603	44	147.653	48	152.009	50
Wholesale	83.443	26	85.538	27	87.586	27	90.653	29	96.313	32
<b>Rohergebnis</b>	<b>324.582</b>	<b>100</b>	<b>318.345</b>	<b>100</b>	<b>326.447</b>	<b>100</b>	<b>308.378</b>	<b>100</b>	<b>305.030</b>	<b>100</b>

Hierbei wurden die auf Konzernebene geplanten sonstigen betrieblichen Erträge, aktivierten Eigenleistungen und fixen Netzwerkkosten, die innerhalb der Materialaufwendungen ausgewiesen werden, in Abhängigkeit der Umsatzerlöse den jeweiligen Segmenten zugeordnet.

Die deutlich rückläufige Rohergebnismarge im Segment Massenmarkt ist primär auf negative Skaleneffekte durch die rückläufigen Kundenzahlen zurückzuführen. Im Segment Geschäftskunden führen darüber hinaus Änderungen im Produktmix und die geplante Optimierung der Netzinfrastruktur zu einer deutlich steigenden Rohergebnismarge von rd. 50 % in 2011 auf rd. 54 % in 2013. Allerdings erwartet die Gesellschaft aus dem angestrebten Ausbau des Bereichs der UC-Lösungen ab 2014 tendenziell steigende Materialaufwendungen und damit keine wesentlichen weiteren Verbesserungen der Rohergebnismarge. Vor diesem Hintergrund nimmt die Rohergebnismarge wieder leicht ab auf 52 % bis ins Jahr 2015. Im Segment Wholesale erwartet Versatel aufgrund des relativ und absolut zunehmenden Anteils des Datengeschäfts gegenüber dem Sprachprodukten eine sukzessive Verbesserung der Rohergebnismarge im Detailplanungszeitraum.

Der geplante **Personalaufwand** im Detailplanungszeitraum geht von einer Minderung des Personalbestandes aus. Die Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Personalabbau wie z.B. Abfindungen im Zusammenhang mit der Beendigung von Beschäftigungsverhältnissen sind nicht im Personalaufwand enthalten. Sie werden innerhalb der Aufwendungen für geplante Sondereffekte ausgewiesen.

Im Detailplanungszeitraum ergibt sich daher trotz der geplanten Lohn- und Gehaltssteigerungen bis 2014 eine Minderung des Personalaufwandes, sowohl in absoluter Höhe als auch im Verhältnis zur Gesamtleistung. In 2015 steigt der Personalaufwand gegenüber 2014 auf Grund der geplanten Lohn- und Gehaltssteigerungen.

Die Zusammensetzung der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** im Detailplanungszeitraum ist nachfolgend dargestellt. Ergänzend wird das Verhältnis zur Gesamtleistung angegeben.

Versatel Konzern sonstige betriebliche Aufwendungen	2011		2012		2013		2014		2015	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
externer Service, Instandhaltung, Wartung	26.168	4	27.537	4	30.074	5	29.409	5	28.567	5
Marketing- und Vertriebsaufwendungen	18.293	3	17.614	3	15.878	3	14.816	3	13.944	2
übrige sonstige Aufwendungen	49.776	8	45.726	7	47.720	8	45.677	8	45.151	8
<b>sonstige betriebliche Aufwendungen</b>	<b>94.238</b>	<b>14</b>	<b>90.876</b>	<b>14</b>	<b>93.672</b>	<b>15</b>	<b>89.902</b>	<b>15</b>	<b>87.661</b>	<b>15</b>

Die Aufwendungen für externen Service, Instandhaltung und Wartung steigen im Detailplanungszeitraum im Verhältnis zur Gesamtleistung leicht an. Ursächlich hierfür sind die Ausgliederung des technischen Außendienstes sowie von Netzbetriebsdienstleistungen und des daraus resultierenden steigenden Bedarfs an Fremdbezug. Geplante Optimierungen in der Einkaufsstruktur können die Effekte nur teilweise kompensieren.

Bei den Aufwendungen für Marketing und Vertrieb ist ein leichter Rückgang im Verhältnis zur Gesamtleistung zu verzeichnen. Hier wirkt sich auch die stärkere Fokussierung auf die Segmente Geschäftskunden und Wholesale aus.

Insgesamt sinken die sonstigen betrieblichen Aufwendungen ausgehend von T€ 94.238 in 2011 um T€ 6.575 bzw. 7 % auf T€ 87.661 in 2015.

Unter den übrigen sonstigen Aufwendungen werden im Wesentlichen Aufwendungen für Mieten, Pachten, Provisionen und allgemeine Bürokosten ausgewiesen.

Vor Sondereffekten und Abschreibungen verbessert sich das Ergebnis vor Zinsen und Steuern von T€ 149.858 in 2011 auf T€ 169.805 in 2015.

Die als **geplante Sondereffekte** ausgewiesenen Aufwendungen resultieren im Wesentlichen aus den Restrukturierungs- und Kostensenkungsinitiativen der Versatel.

Die in dieser Position enthaltenen Aufwendungen betreffen Personalkosten, Beratungsleistungen und vergleichbare Aufwendungen. Versatel geht davon aus, dass aus diesen Initiativen nach 2015 keine Aufwendungen mehr anfallen.

Die **Abschreibungen** im Detailplanungszeitraum sinken im Verhältnis zum Gesamtumsatz und auch in absoluter Höhe. Die Planung erfolgte ausgehend vom Abschreibungsverlauf der vorhandenen Vermögensgegenstände zuzüglich der Abschreibungen der geplanten Investitionen. Die Abschreibungen werden vom Geschäftsjahr 2010 mit T€ 155.921 ausgehend deutlich rückläufig erwartet und betragen im Geschäftsjahr 2015 nur noch T€ 87.093. Die erhebliche Minderung der Abschreibungen ergibt sich insbesondere aus dem Aufbau von Netzkapazitäten in den vergangenen Jahren, die entsprechend der Planannahmen in vergleichbarer Höhe nicht mehr anfallen werden. Als Ergebnis der beschriebenen Entwicklung verbessert sich das EBIT von 2010 mit T€ 11.608 auf T€ 81.624 in 2015.

Wir haben die Planungsrechnung der Versatel analysiert und nachvollzogen. Das geplante operative Ergebnis beruht nach unseren Analysen der Markt- und Wettbewerbssituation und der Entwicklung in der Vergangenheit auf plausiblen Prämissen und stellt ein angemessenes Bild der zukünftigen Entwicklung der Gesellschaft dar.

Die Beschränkung des Detailplanungszeitraums auf die Planjahre 2011 bis 2015 ist aus unserer Sicht sachgerecht, da durch Fortschreibung der Entwicklung in einer Konvergenzphase - deren Ergebnisse annuitätisch in die Phase der ewigen Rente eingehen - die in der Detailplanungsphase noch nicht berücksichtigten branchentypischen Entwicklungstendenzen und Sachverhalte zutreffend abgebildet werden können.

#### **3.4. Ableitung des Ergebnisses für die Phase der ewigen Rente**

Auf Grund der zu erwartenden unterschiedlichen Entwicklung des Produktportfolios der Versatel wurden die Ergebnisse für die Phase der ewigen Rente ab dem Jahr 2016 nicht direkt aus dem letzten Jahr des Detailplanungszeitraumes abgeleitet.

Versatel hat die Aufwendungen und Erträge für die Jahre 2016 bis 2020 unter Berücksichtigung der differenzierten Entwicklung der einzelnen Segmente fortge-

schrieben. Hierbei wurden die Auswirkungen aus einer weiteren geplanten Änderung des Produktmixes auf die Aufwendungen berücksichtigt. Die so ermittelten Werte wurden durch KPMG ausgehend vom Jahr 2020 unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 0,5 % fortgeschrieben und dann insgesamt barwertäquivalent in einen synthetischen Jahreswert für 2016 umgerechnet.

Hierbei wurde auch berücksichtigt, dass auf Grund der strategischen Ausrichtung der Versatel der Massenmarkt als endliches Geschäftssegment anzusehen ist. Die nach 2015 noch zu erwartenden Ergebnisbeiträge dieses Segmentes wurden insoweit fortgeschrieben, bis keine operativen Ergebnisbeiträge mehr realisiert werden können und anschließend annuitätisch umgerechnet im Jahr 2016 berücksichtigt. Der Wertbeitrag berücksichtigt auch fixe Netzwerkkosten, die in das Segment Massenmarkt verrechnet werden, sowie weitere diesem Segment zurechenbare Aufwendungen.

Zur Ermittlung des nachhaltig zu erwartenden Ergebnisses der Versatel wurde von KPMG dann das im Jahr 2016 modellierte Ergebnis mit dem Wachstumsfaktor fortgeschrieben. Zur Ermittlung des Wachstumsfaktors verweisen wir auf Abschnitt C.II.4.4.

Die nachfolgende Tabelle enthält die Ergebnisrechnung für 2016 ff.:

Versatel Konzern Ewige Rente	2016		Nachhaltig zu kapitalisierendes Ergebnis
	T€	%	
Umsatzerlöse	477.490	100	
<b>Rohergebnis</b>	<b>257.776</b>	<b>54</b>	
Personalaufwand	44.626	9	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	79.445	17	
<b>Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen</b>	<b>133.705</b>	<b>28</b>	
Abschreibungen	72.303	15	
<b>Ergebnis vor Zinsen und Steuern</b>	<b>61.402</b>	<b>13</b>	
Wertbeitrag Massenmarkt	5.069	1	
Finanzergebnis	16.770	4	
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>49.702</b>	<b>10</b>	
Steuern vom Einkommen und Ertrag	14.733	3	
<b>Ergebnis nach Steuern/Konzerergebnis</b>	<b>34.969</b>	<b>7</b>	<b>35.143</b>

Auf Basis unserer Analysen haben wir das der Bewertung zu Grunde gelegte nachhaltige Ergebnis in der Phase der ewigen Rente nachvollzogen und halten es im Ergebnis für plausibel.

### 3.5. Finanzergebnis

Die Planung des Finanzergebnisses resultiert aus der integrierten Bilanzplanung für die Geschäftsjahre 2011 bis 2015. Die folgende Abbildung zeigt das für die Versatel ermittelte Finanzergebnis sowie das sich hiernach ergebende Ergebnis vor Ertragsteuern:

Versatel Konzern Finanzergebnis	2011		2012		2013		2014		2015	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
Ergebnis vor Zinsen und Steuern	1.356	0	56.401	9	88.524	15	79.159	14	81.624	14
Zinsertrag	6.088	1	597	0	824	0	1.037	0	1.269	0
Zinsaufwand	56.109	9	40.771	6	30.936	5	25.303	4	21.086	4
Zinsergebnis	-50.020	-8	-40.174	-6	-30.111	-5	-24.266	-4	-19.816	-3
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>-48.664</b>	<b>-7</b>	<b>16.228</b>	<b>3</b>	<b>58.412</b>	<b>10</b>	<b>54.893</b>	<b>9</b>	<b>61.808</b>	<b>11</b>

Das **Finanzergebnis** besteht aus Zinsertrag und Zinsaufwand. Die Ableitung erfolgte auf Grundlage der von der Gesellschaft erstellten Planbilanzen unter Beachtung der Plan-Cash-Flow-Rechnung. Die Zinserträge ergeben sich aus der unterstellten Anlage liquider Mittel. Der Zinsaufwand setzt sich aus Zinsen für Bankdarlehen und Zinsen aus Finanzierungsleasing zusammen. Es handelt sich hierbei unter anderem um Verträge für die glasfaserbasierte Netzinfrastruktur.

Bei der Berechnung des Zinsaufwandes wurden die Tilgung der Darlehen und die Veränderungen der Verbindlichkeiten aus dem Finanzierungsleasing berücksichtigt.

Hierbei ist zu beachten, dass die Versatel im Geschäftsjahr 2011 den bis dahin bestehenden Bond vollständig zurückgeführt hat. Es wurde eine neue Finanzierungsvereinbarung getroffen, die zwei neue Kredite sowie eine revolvingende Kreditlinie vorsieht.

Das Finanzergebnis für die Phase der ewigen Rente in Höhe von T€ -16.770 wurde entsprechend aus den Bilanzwerten des letzten Planungsjahres abgeleitet.

### 3.6. Ertragsteuern des Unternehmens

Die Ermittlung der Ertragsteuern sowie das hiernach resultierende Ergebnis nach Steuern ergeben sich wie folgt:

Versatel Konzern Ertragsteuern	2011		2012		2013		2014		2015	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
Ergebnis vor Ertragsteuern	-48.664	-7	16.228	3	58.412	10	54.893	9	61.808	11
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-539	0	996	0	2.548	0	2.622	0	3.315	1
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>-48.125</b>	<b>-7</b>	<b>15.232</b>	<b>2</b>	<b>55.864</b>	<b>9</b>	<b>52.272</b>	<b>9</b>	<b>58.492</b>	<b>10</b>

Zur Ermittlung der Ertragsteuern wurde das IFRS Konzernergebnis in ein handelsrechtliches Ergebnis übergeleitet. Die Anpassungen betreffen hierbei im Wesentlichen die unterschiedliche bilanzielle Behandlung von Finanzierungsleasing.

Für die Berechnung der Ertragsteuern wurden grundsätzlich die Körperschaftsteuer (Definitivbelastung 15,0 %) und der Solidaritätszuschlag (5,5 % auf die jeweilige Körperschaftsteuer) angesetzt. Die Steuerberechnung erfolgte unter Berücksichtigung der körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge sowie der steuerlichen Auswirkung aus Besserungsscheinen.

Aufwendungen für Gewerbesteuer wurden mit einem durchschnittlichen Hebesatz von 445 % sowie unter Beachtung von Hinzurechnungen und Kürzungen berechnet. Der durchschnittliche Hebesatz wurde aus der aktuellen Veranlagung abgeleitet.

Die Versatel verfügt zum Bewertungsstichtag über körperschaftsteuerliche und gewerbesteuerliche Verlustvorträge, die im Detailplanungszeitraum nicht vollständig verbraucht werden. Im Detailplanungszeitraum ergeben sich trotz der vorhandenen ertragsteuerlichen Verlustvorträge Steueraufwendungen, da die Regelungen des § 10d Abs. 2 EStG zur Mindestbesteuerung zu berücksichtigen waren. Die zum Ende des Detailplanungszeitraumes nicht genutzten steuerlichen Verlustvorträge und die Auswirkungen des Besserungsscheins wurden annuitätisch bei der Ermittlung des Ertragsteueraufwandes im Geschäftsjahr 2016 berücksichtigt und entsprechend in die ewige Rente überführt. Es ergibt sich ein Ertragsteueraufwand von T€ 14.733.

Wir haben die vorstehend beschriebene Ermittlung von Unternehmensteuern rechnerisch in Stichproben und inhaltlich nachvollzogen; sie ist aus unserer Sicht sachgerecht.

### **3.7. Ausschüttungsverhalten**

Nach IDW S1 ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen.

Im Detailplanungszeitraum 2011 bis 2015 wurde von der Gesellschaft keine Ausschüttung geplant, sondern die geplanten Konzernergebnisse werden vollständig thesauriert. Die erwirtschafteten finanziellen Mittel werden zum Abbau der Fremdverschuldung eingesetzt.

Für die Phase der ewigen Rente wird eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % unterstellt, die sich an den an deutschen Kapitalmärkten in der Vergangenheit von Unternehmen feststellbaren Ausschüttungsquoten orientiert.

Die in der Phase der ewigen Rente auszuschüttenden Beträge werden als Dividende unmittelbar der persönlichen Ertragsteuer des Anteilseigners durch die Abgeltungssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag, also 26,375 %, unterworfen.

Im Rahmen eines Bewertungskalküls können nach IDW S1 thesaurierte Beträge den Aktionären fiktiv zugerechnet werden. Dieser Vorgehensweise liegt die Annahme zugrunde, dass Thesaurierungsbeträge (von der KPMG als „Wertbeitrag aus Wertsteigerungen“ bezeichnet) durch das Unternehmen zum Kapitalisierungszins vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner und vor Unternehmenssteuern verwendet werden. Alternativ können Thesaurierungsbeträge durch eine direkte Zurechnung an die Anteilseigner wertgleich abgebildet werden. Diese unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge wurde zur Ermittlung des Wertes der Versatel gewählt.

Die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse unterliegen im Bewertungsmodell einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung. Bei dem angesetzten Steuersatz in Höhe von 13,1875 % handelt es sich um den hälftigen nominellen Steuersatz der für die Kursgewinnbesteuerung ab 2009 heranzuziehenden Abgeltungssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass Anleger Kursgewinne infolge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Wertpapiere unendlich lang halten werden. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % unterstellt vielmehr eine lange Haltedauer von über 25 Jahren. Auch wenn empirische Untersuchungen über die Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt nicht vorliegen, halten wir die angesetzte Höhe der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung für nachvollziehbar. Zugunsten der außenstehenden Aktionäre wird von einer langen Haltedauer mit entsprechender Auswirkung auf die Höhe der effektiven Steuerbelastung ausgegangen.

Daneben wurden für die Phase der ewigen Rente in 2016 sowie 2017 ff. so genannte Wachstumsthesaurierungen berücksichtigt. Hierbei handelt es sich um die aus den Bewertungsannahmen der KPMG abgeleiteten Beträge, die zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums erforderlich sind. Diese ergeben sich im Bewertungsmodell als Wachstumsabschlag bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital abzüglich bilanzierter Geschäfts- oder Firmenwert.

Die zur Ausschüttung angesetzten Beträge und die unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge wurden aus dem nach IFRS abgeleiteten Konzernergebnis ermittelt. Bei einer in Deutschland ansässigen Aktiengesellschaft ist der Ausschüttungsbetrag jedoch aus dem nach handelsrechtlichen Regeln ermittelten Jahresergebnis abzuleiten. Vereinfachend wird mit dem Abstellen auf Konzernergebnisse ab 2016 unterstellt, dass diese für Ausschüttungen bzw. Verwendungen zur Verfügung stehen.

Insgesamt stellen wir fest, dass die bei der Bewertung der Versatel gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten nicht zum Nachteil der außenstehenden Aktionäre sind.

### **3.8. Ertragsteuern der Anteilseigner**

Die Ertragsteuer der Anteilseigner wird im Bewertungsmodell der KPMG einerseits bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Erträge und andererseits bei der Ermittlung der Alternativanlage, abgebildet über den Kapitalisierungszins, berücksichtigt.

Für die als ausschüttungsfähig angesehenen Erträge und den Kapitalisierungszins wird auf die ab dem 1. Januar 2009 geltende Abgeltungssteuer in Höhe von 25 % zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag, d.h. eine Steuerbelastung von 26,375 %, abgestellt.

Die thesaurierten Beträge werden mit einem Steuersatz in Höhe der hälftigen Abgeltungssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag, mithin 13,1875 % belastet. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass Anleger Kursgewinne infolge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Wertpapiere unendlich lang halten werden. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % unterstellt vielmehr eine Haltedauer von über 25 Jahren.

Auch wenn empirische Untersuchungen über die Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt nicht vorliegen, halten wir die bei der Bewertung der Versatel angesetzte Höhe der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung für nachvollziehbar. Zugunsten der außenstehenden Aktionäre wird von einer langen Haltedauer mit entsprechender Auswirkung auf die Höhe der effektiven Steuerbelastung ausgegangen.

Die im Bewertungsmodell der KPMG dargestellte persönliche Ertragsteuer auf Wertsteigerungen bezieht sich sowohl auf den Wertbeitrag aus dem nicht offen ausgeschütteten Konzernergebnis als auch auf das inflationsbedingte Wachstum des Marktwertes des Eigenkapitals in der Phase der ewigen Rente. Die Ertragsteuer auf Wertsteigerungen wurde ausgehend von dem hälftigen Ertragsteuersatz von 13,1875 % ermittelt.

Wir halten diese Vorgehensweise im Rahmen der Bewertung der Versatel für angemessen.

## **4. Kapitalisierungszinssatz**

### **4.1. Vorbemerkungen**

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der geplanten künftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Die Aufgabe des dabei zur Anwendung kommenden Kapitalisierungszinssatzes besteht zum einen darin, Beträge, die erst in der Zukunft realisiert werden, durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag gleichnamig zu machen. Zum anderen ist es die Aufgabe des Zinssatzes, dem Investor unter Berücksichtigung von Unsicherheit und immanentem Risiko einen Vergleich mit zur Verfügung stehenden laufzeitäquivalenten Alternativinvestitionen zu ermöglichen. Er reflektiert damit die Rendite einer für den Eigentümer des Bewertungsobjekts alternativen Investition, die im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung ihrer finanziellen Überschüsse äquivalent zum Bewertungsobjekt angesehen wird.

Nach IDW S1 wird der Kapitalisierungszinssatz aus (beobachtbaren) Kapitalmarkrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) abgeleitet, die bewertungsobjektspezifisch anzupassen sind. Bewertungstechnisch werden in Theorie und Bewertungspraxis die so erforderlichen Alternativrenditen aus der Rendite einer quasi-risikolosen Alternativenanlage (Basiszins) ermittelt, die um einen der Investitionsentscheidung zuzumessenden bewertungsobjektspezifischen Risikozuschlag, die Ertragsteuerbelastung des Investors und in der Phase der ewigen Rente einen Wachstumsabschlag korrigiert wird.

KPMG weist darauf hin, dass gegenwärtig und in der jüngeren Vergangenheit eine zunehmende Volatilität und Anomalien der Kapitalmärkte zu beobachten sind, die zu einem wesentlichen Teil durch die Finanz- und Wirtschaftskrise in 2008 und 2009 sowie die aktuelle Schuldenkrise ausgelöst wurden. Dies habe zur Folge, dass empirisch beobachtbare Kapitalmarkrenditen und die heraus abgeleiteten Parameter zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes durch diese Bewegungen der Kapitalmärkte beeinflusst seien. Nach Auffassung der KPMG ergeben sich in der Folge Auswirkungen auf die in der Bewertung im Kapitalisierungszinssatz abgebildeten Renditeerwartungen der Kapitalmarktteilnehmer und damit konkret auf die Höhe von Basiszinssatz und Risikoprämie.

Wir haben uns mit der Vorgehensweise der KPMG zur Ermittlung des Kapitalisierungszinses wie folgt auseinandergesetzt:

#### **4.2. Basiszins**

Bei der Bewertung der Versatel wurde ein zum Bewertungsstichtag erwarteter einheitlicher Basiszinssatz (vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner) in Höhe von 4,00 % angesetzt. Dieser Basiszins beinhaltet sowohl den derzeit aus der aktuellen Zinsstrukturkurve abgeleiteten rechnerischen Basiszins als auch einen vom Bewertungsgutachter beim Basiszins angesetzten Zuschlag auf die Kapitalkosten, den die KPMG mit mindestens 1,25 % für angebracht hält.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Bei der Ableitung einer quasi-risikolosen Alternativanlage ist zusätzlich zu beachten, dass diese auch fristenadäquat zu einer zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist. Da solche Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit am deutschen Kapitalmarkt nicht vorliegen, kann nach Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (im Folgenden FAUB, vormals AKU) (84. Sitzung, FN-IDW Nr. 1-2/2005, S. 70) aus der zum Bewertungsstichtag beobachtbaren Zinsstrukturkurve eine Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet werden.

Der von KPMG verwendete Basiszinssatz leitet sich zunächst aus einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten, die von der Deutschen Bundesbank bereitgestellt werden, ab. Hierzu wurden entsprechend der Empfehlung des AKU (86. Sitzung, FN-IDW Nr. 8/2005, S. 555) Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum vom September 2011 bis November 2011 erhoben. Dabei wurden die ergänzenden Hinweise des FAUB zur Bestimmung des Basiszinssatzes im Rahmen objektiver Unternehmensbewertungen (FN-IDW Nr. 11/2008, S. 490) beachtet. Entsprechend der berufsständischen Empfehlung wurde hierbei der für den Zeitraum vom 1. September bis 30. November 2011 rech-

nerisch ermittelte Wert von 2,86 % auf  $\frac{1}{4}$  -Prozentpunkte, demgemäß 2,75 %, gerundet.

KPMG verweist darauf, dass nach ihrer Ansicht eine unreflektierte unmittelbare Übernahme des aktuell niedrigen Basiszinnsniveaus ohne weiterführende Analyse der Ursachen bzw. ohne die Berücksichtigung korrespondierender Effekte bei der Risikoprämie eine nachhaltig reduzierte Renditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer impliziere. Trotz der derzeitigen Schuldenkrise sieht KPMG jedoch keine Anhaltspunkte dafür, dass sich die in der Vergangenheit stabilen Renditeerwartungen der Marktteilnehmer nachhaltig reduzieren. Geht man von dieser These aus, so schätzen die Marktteilnehmer entweder das derzeitige Basiszinnsniveau als nach unten verzerrt ein oder fordern aktuell eine im Vergleich zu langfristigen historischen Durchschnittsrenditen erhöhte Risikoprämie.

Vor diesem Hintergrund hat sich KPMG für Zwecke der Bewertung der Versatel für einen Zuschlag zum Basiszinssatz entschieden. Alternativ wäre danach auch eine Anpassung der Risikoprämie denkbar.

Nach unserer Analyse liegt unbestritten im langjährigen Vergleich ein ungewöhnlich niedriges Renditeniveau mit negativer Realverzinsung bei festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand vor, das vermutlich seine Ursache in der Schuldenkrise und der damit einhergehenden Flucht in vermeintlich sichere Anlagealternativen wie deutsche Staatsanleihen hat. Wir sehen hieraus jedoch in Übereinstimmung zu den bisherigen Verlautbarungen des Berufsstandes (Ergebnisbericht - online über die 104. Sitzung des FAUB am 22. März 2011) gegenwärtig im Zusammenhang mit der Bemessung einer Abfindung nach § 327c Abs. 2 S. 2 AktG keinen Grund, die bestehende und bewährte Vorgehensweise bei der Ermittlung des Basiszinssatzes zu modifizieren.

Zunächst ist hierbei auf das in § 320b Abs. 1 S. 5 AktG kodifizierte Stichtagsprinzip zu verweisen, wonach die Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen muss. Konkret ist damit auf die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite der Alternativanlage abzustellen. Hierzu zählt für den Teil der quasi-risikolosen Alternativanlage die Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen, am Markt beobachtbaren Zinsstrukturdaten.

Daneben gilt es aus unserer Sicht bei der Vorgehensweise von KPMG zu berücksichtigen, dass durch die subjektive Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes bei der angenommenen nachhaltig stabilen Renditeerwartung der Marktteilnehmer in Modellprämissen eingegriffen und beobachtbare Kapitalmarktdaten modifiziert werden. Die Ermittlung des Risikozuschlages erfolgt regelmäßig auf Basis des Capital Asset Pricing Models (CAPM) bzw. des Tax-CAPM. Hierbei handelt es sich um ein in sich geschlossenes Kapitalmarktmodell, das u.a. von rationalem Handeln der Marktteilnehmer und einem effizienten Markt ausgeht. Mit dem von KPMG vorgenommenen Zuschlag auf die Kapitalkosten, der technisch als Erhöhung des aus der aktuellen Zinsstrukturkurve abgeleiteten Basiszinssatzes abgebildet wird, ergänzt der Bewertungsgutachter ein in der Bewertungspraxis bewährtes Kapitalmarktmodell um unseres Erachtens subjektive Einschätzungen. Für die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes als Ausgangswert einer angemessenen Barabfindung halten wir diese Vorgehensweise – trotz der unbestritten vorliegenden volatilen Kapitalmärkte – mangels eines theoretisch gesicherten Modells und damit einhergehenden Objektivierbarkeit für nicht sachgerecht.

Wir haben den angesetzten Basiszins durch eigene Berechnungen entsprechend den Empfehlungen des FAUB anhand der Zinsstrukturkurve auf Grundlage der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank überprüft. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen (Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen) ermittelt werden. Um kurzfristige Marktschwankungen sowie mögliche Schätzfehler insbesondere im Bereich der langfristigen Zinssätze zu glätten, haben wir eine Durchschnittsbildung vorgenommen. In Anlehnung an die Rechtsprechung bezüglich des Zeitraums der Erhebung von Börsenkursen halten wir eine Durchschnittsbildung über drei Monate für sachgerecht.

Unsere Berechnungen ergeben für den Zeitraum vom 13. September 2011 bis zum 13. Dezember 2011 einen einheitlichen Basiszins in Höhe von 2,82 %. Unter Berücksichtigung der berufsständischen Rundungsregelung auf ¼-Prozentpunkte ergibt sich daraus ein Basiszins von 2,75 %.

Im Ergebnis halten wir den bei der Bewertung der Versatel von der KPMG angesetzten einheitlichen Basiszinssatz in Höhe von 4,00 % vor persönlichen Ertrag-

steuern für nicht angemessen. Deshalb haben wir für unsere weitergehende Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung auf einen Unternehmenswert der Versatel unter Verwendung eines Basiszinssatzes vor persönlichen Ertragsteuern von 2,75 % abgestellt. Der von uns ermittelte Basiszinssatz von 2,75 % ist um die Abgeltungsteuer von 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag gemindert worden, so dass der Nachsteuerbetrag bei 2,02 % liegt.

### **4.3. Risikozuschlag**

#### **4.3.1. Vorbemerkungen**

Zur Bemessung des Risikozuschlags ist grundsätzlich auf die individuelle Risikopräferenz eines Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Anteilseignern ist es praktisch unmöglich, die individuelle Risikoeinstellung jedes einzelnen Anteilseigners abzufragen. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte üblich, zur Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktmodelle zurückzugreifen. Hierdurch wird es möglich, die Risikopräferenz einer Vielzahl von Anlegern, die sich über Angebot und Nachfrage in den Preisen für Wertpapiere niederschlägt, abzubilden.

Die marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlages erfolgt in Theorie und Bewertungspraxis sowie entsprechend IDW S1 regelmäßig unter Anwendung des Capital Asset Pricing Models (CAPM). Das CAPM beruht auf einem Vergleich der unternehmensindividuellen Aktienrendite und der Rendite des Marktportfolios. Hiernach wird der unternehmensindividuelle Risikozuschlag als Produkt aus der sog. Markt- risikoprämie und der unternehmensindividuellen Risikohöhe berechnet.

#### **4.3.2. Markt- risikoprämie**

Die Markt- risikoprämie entspricht der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer risikolosen Wertpapieranlage und stellt quasi die vergütete Überrendite dar, die für die Anlage in riskanten Wertpapieren gegenüber risikolosen Anleihen vom Markt gewährt wird.

Die unternehmensindividuelle Risikohöhe ermittelt sich aus der Korrelation der Rendite des Bewertungsobjekts zur Rendite des Marktportfolios und wird im sog. Betafaktor ausgedrückt.

Die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte beruht bei gesetzlichen Bewertungsanlässen entsprechend IDW S1 auf einer Betrachtung nach persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner, da nur die Ertragsströme bewertungsrelevant sind, die den Anlegern tatsächlich zugute kommen. Als Anteilseigner wird dabei typischerweise eine inländische, unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person unterstellt, die die Anteile im Privatvermögen hält. Hierbei sind aufgrund der Änderung des deutschen Steuersystems die Auswirkungen der Unternehmensteuerreform 2008 zu berücksichtigen.

Das CAPM berücksichtigt in seiner ursprünglichen Ausprägung keine persönlichen Ertragsteuern. Diese wirken sich aber auf die zu beobachtenden Aktienrenditen und damit die Marktrisikoprämie aus. Eine Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen erfolgt durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert.

Empirische Kapitalmarktuntersuchungen der Vergangenheit zeigen, dass sich der Erwartungswert für Renditedifferenzen zwischen quasi-risikolosen festverzinslichen Staatspapieren und Investitionen in ein Marktportfolio von Aktien, bei Außerachtlassung von Extremwerten, in einer Bandbreite von 3 % bis 7 % bewegt. Die Mehrzahl dieser Kapitalmarktuntersuchungen hat Vorsteuerrenditen betrachtet und berücksichtigt insbesondere nicht mögliche Auswirkungen aus dem Halbeinkünfteverfahren sowie der Unternehmensteuerreform 2008.

Im Schrifttum und in der Bewertungspraxis ist seit Jahren umstritten, welche Kapitalmarktuntersuchungen die in der Vergangenheit beobachtete Marktrisikoprämie zutreffend abbilden. Die zu bestimmende zukünftige Marktrisikoprämie stellt aufgrund der Unsicherheiten über die Erhebung von Vergangenheitsdaten und deren Konstanz in der Zukunft stets eine Schätzgröße dar, die – ebenso wie die erwarteten Überschüsse – mit Unsicherheit verbunden bleibt.

Am 3. Dezember 2009 veröffentlichte der FAUB Hinweise zu den Auswirkungen der Finanzmarkt- und Konjunkturkrise auf Unternehmensbewertungen (FN-IDW

12/2009, S. 696 ff.). Hierzu führte er aus, dass seit Einführung der Abgeltungssteuer durch die Unternehmensteuerreform 2008 eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragsteuern für sachgerecht erachtet wird.

Vom Bewertungsgutachter wird unter Hinweis auf die in der jüngeren Vergangenheit zu beobachtende zunehmende Volatilität und Anomalien der Kapitalmärkte darauf verwiesen, dass dies nicht ohne Wirkung auf die ermittelten Renditebestandteile (Basiszinssatz und Marktrisikoprämie) geblieben ist. Ausgehend von der These, dass die nachhaltigen Renditeerwartungen der Kapitalmarktteilnehmer gleich geblieben sind und das derzeitige Basiszinssniveau für nach unten verzerrt eingeschätzt wird, erwartet die KPMG eine im Vergleich zu langfristigen historischen Durchschnitten erhöhte Risikoprämie. Mangels eines diesbezüglichen empirischen Nachweises für den deutschen Markt hat KPMG aus Objektivierungsgründen jedoch keine Anpassung der langfristigen durchschnittlichen Risikoprämie vorgenommen sondern wie dargestellt den Basiszinssatz nach oben angepasst.

Der bei der Bewertung der Versatel angesetzte Wert in Höhe von 4,5 % für die Marktrisikoprämie nach Steuern liegt im Ergebnis innerhalb der zurzeit vom FAUB für sachgerecht erachteten Bandbreite der zukünftigen Marktrisikoprämie unter Geltung der Unternehmensteuerreform 2008. Bei der Bewertung der Versatel wurde gleichzeitig eine Kursgewinnbesteuerung von 13,1875 % berücksichtigt, was einer Haltedauer – bezogen auf die Alternativanlage – von über 25 Jahren entsprechen würde.

Im Ergebnis ist die in vorliegender Bewertung gewählte Vorgehensweise – gemessen am heutigen Stand der Diskussion – aus unserer Sicht nicht zu beanstanden.

#### **4.3.3. Betafaktor**

Die für ein Gesamtmarktportfolio geschätzte Risikoprämie ist entsprechend dem CAPM im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Das Verhältnis zwischen dem allgemeinen Marktrisiko und dem individuellen, unternehmensspezifischen Risiko wird durch den so genannten Betafaktor ausgedrückt.

Die am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktoren reflektieren zunächst sowohl das operative Risiko der Unternehmen als auch das jeweilige Kapitalstrukturrisiko. Um das operative Risiko zu isolieren, sind die am Markt zu beobachtenden Betafaktoren um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko zu bereinigen.

Bei der Bewertung der Versatel wurde ein unverschuldeter Betafaktor von 1,1 zugrunde gelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Für die Versatel als börsennotiertes Unternehmen liegen am Kapitalmarkt grundsätzlich beobachtbare Betafaktoren vor. Der historische Betafaktor des Bewertungsobjekts ist nur dann nicht heranzuziehen, wenn dieser nicht verlässlich ermittelbar ist oder sich z.B. infolge einer strategischen Neuausrichtung das zukünftige systematische Risiko des Bewertungsobjekts verändert. Die Bewertungspraxis stellt in diesen Fällen auf die Betafaktoren einer Peer Group ab.

Die KPMG hat zunächst Betafaktoren für die Versatel auf Basis von Ein-Jahresscheiben für verschiedene Zeiträume sowohl unter Verwendung von Daten des Anbieters Capital IQ als auch von Bloomberg ermittelt.

Insbesondere ist hierbei die im Jahr 2009 vorgenommene Neuausrichtung des Geschäftsmodells der Versatel, die einen stärkeren Fokus auf das Geschäftskundensegment legt und eine untergeordnete Stellung des Privatkundengeschäfts vorsieht, zu berücksichtigen. Ein Beobachtungszeitraum bis 2009 würde sich somit auf ein nicht mehr repräsentatives Geschäftsmodell beziehen.

Als Ergebnis einer durchgeführten Liquiditätsanalyse des Handels mit Versatel-Aktien kommt der Bewertungsgutachter zu dem Schluss, dass aufgrund des geringen Free-Float der Aktien und der geringen Handelsvolumina der historische Betafaktor der Versatel keinen verlässlichen Schätzwert zur Ermittlung des zukünftigen Betafaktors der Versatel darstellt. Vor diesem Hintergrund und des Vorliegens überwiegend nicht signifikanter Betafaktoren wurde seitens der KPMG zur Abbildung des zukünftigen operativen Risikos der Versatel auf eine Peer Group Analyse abgestellt.

Im Rahmen einer eigenen Analyse bezogen auf den CDAX und unter Berücksichtigung eines zweijährigen Beobachtungszeitraums mit wöchentlichen Intervallen haben wir einen unverschuldeten Betafaktor der Versatel ermittelt, der allerdings nicht signifikant ist. Hierzu ist jedoch anzumerken, dass bei einer Veränderung der Annahmen zur Ableitung des Betafaktors sich auch teilweise signifikante Werte ermitteln lassen.

Vor diesem Hintergrund haben wir ergänzende Analysen zur Versatel-Aktie und der Verlässlichkeit des historischen Betafaktors vorgenommen.

Die Gesellschaft befindet sich seit Jahren mehrheitlich im Besitz von drei Investoren bzw. seit Mai 2011 eines einzelnen Großaktionärs. In einer empirischen Studie stellen Brückle/Ehrhardt/Nowak<sup>10</sup> fest, dass mit zunehmendem Konzerneinfluss sich die Betafaktoren von beherrschten Unternehmen bzw. Unternehmen, die einem großen mehrheitlichen Einfluss unterliegen, verringern. Hierdurch wird nach Meinung der Autoren das tatsächliche operative Risiko der Gesellschaft nicht mehr im Betafaktor ausgedrückt, sondern von Konzernierungseffekten überlagert. Die Verfasser nehmen allerdings nicht zur konkreten Höhe eines möglichen Effekts auf den Betafaktor aufgrund der Konzernzugehörigkeit Stellung.

In einer jüngeren Veröffentlichung zeigen Franken/Schulte<sup>11</sup> ein weiteres Kriterium auf, anhand dessen man die Aussagekraft eines Betafaktors messen kann. Nach Meinung der Autoren ist zur Beurteilung der Belastbarkeit eines Betafaktors neben der statistischen Signifikanz auf die Liquidität der Aktie abzustellen. Hierbei betrachten die Autoren neben der Anzahl der Handelstage auch den Handelsumsatz, das Handelsvolumen, die Geld-Briefspanne und die Anzahl handelbarer Aktien, den sog. Free Float. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass für Aktien mit geringer Liquidität regelmäßig Betafaktoren bestimmt werden, die das tatsächliche systematische Risiko unterschätzen.

Betrachtet man einen Zeitraum von zwei Jahren vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme, ergibt sich ein durchschnittliches Handelsvolumen pro Tag von 8.690 Stück bzw. ein durchschnittlicher Handelsumsatz pro Tag von € 56.573. Die Aktie wurde

---

<sup>10</sup> Brückle/Ehrhardt/Nowak, ZfB 2008, S. 455 ff.

<sup>11</sup> Franken/Schulte, WPg 2010, S. 1115 f.

zwar an rund 97 % aller Handelstage gehandelt, allerdings liegt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne bei rund 5 %.

Insbesondere die hohe Geld/Brief-Spanne, die im Allgemeinen ein Zeichen für die Illiquidität des Marktes ist, kann als belastbares Indiz für eine weniger liquide Aktie und damit für einen weniger aussagekräftigen Betafaktor gesehen werden. Bei einer illiquiden Aktie können sich die Marktteilnehmer grundsätzlich nicht mehr sicher sein, ob der Aktienkurs im Durchschnitt dem tatsächlichen inneren Wert entspricht. Liquide Aktien, wie beispielsweise im DAX oder MDAX, weisen regelmäßig und andauernd Geld-Brief-Spannen deutlich unter 1 % auf.

Im Ergebnis halten wir es daher für sachgerecht, dass bei der Bewertung der Versatel nicht auf den eigenen Betafaktor der Gesellschaft abgestellt, sondern die Ableitung über eine Peer Group – Analyse vorgenommen wird.

Hierzu hat der Bewertungsgutachter zunächst auf die QSC als direkt vergleichbares Unternehmen abgestellt, da Tätigkeitsfelder, Größe und Absatzmärkte der QSC im Wesentlichen derer der Versatel entsprechen. Allerdings spiegelt der Betafaktor der QSC insbesondere aufgrund der Restrukturierungsmaßnahmen und der Ausweitung auf neue Geschäftsfelder sowie der hieraus jeweils resultierenden höheren Unsicherheit der Planungsparameter das Risiko der Versatel nicht ausreichend wider.

Vor diesem Hintergrund hat der Bewertungsgutachter im Rahmen einer weiteren Peer Group-Analyse vier weitere Vergleichsunternehmen ermittelt, die hinsichtlich ihrer Tätigkeitsfelder, Größe und Absatzmärkten im Weiteren Sinne als vergleichbar anzusehen sind.

Wir haben im Rahmen unserer Prüfung eine eigene Peer Group – Analyse auf Grundlage der Datenbank Bloomberg durchgeführt. Unsere Analyse und die eigene Brancheneinschätzung bestätigen die von KPMG identifizierte Peer Group.

Die am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktoren der Vergleichsunternehmen reflektieren zunächst sowohl das operative Risiko der Unternehmen als auch das jeweilige Kapitalstrukturrisiko. Um das operative Risiko der Peer Group zu isolieren, sind die am Markt zu beobachtenden Betafaktoren um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko zu bereinigen.

Der Bewertungsgutachter hat zunächst die verschuldeten Betafaktoren des Vergleichsunternehmens QSC AG sowie der Gruppe der vier weiteren Vergleichsunternehmen auf Basis wöchentlicher Kapitalmarktbeobachtungen mittels linearer Regression gegen den jeweils breitesten Marktindex des Herkunftslandes ermittelt. Dabei wurde ein Beobachtungszeitraum von drei bzw. fünf Jahren betrachtet. Anschließend wurden die verschuldeten Betafaktoren um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko bereinigt.

Für die unverschuldeten Betafaktoren der QSC wurden durch KPMG unverschuldete Betafaktoren von 0,84 bis 1,04 und für die vier weiteren Vergleichsunternehmen eine Bandbreite von 0,66 bis 1,26 ermittelt. Da KPMG davon ausgeht, dass die Versatel tendenziell einem erhöhten Risiko im Vergleich zur QSC unterliegt, hat man einen unverschuldeten Betafaktor von 1,1 herangezogen, der oberhalb des Betafaktors der QSC, jedoch innerhalb der Bandbreite der vier weiteren Peer Group-Unternehmen liegt. Bei der Bemessung des Betafaktors fand auch die aktuelle Risikoeinschätzung im Zusammenhang mit dem jüngst gewährten Bankdarlehen Berücksichtigung.

Vor dem Hintergrund, dass einheitliche Vorgaben hinsichtlich Auswahlkriterien, Beobachtungszeiträumen und Länge von Renditeintervallen in Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis nicht vorliegen, haben wir alternativ auch eigene Analysen zur Ableitung eines Betafaktors auf Basis der Daten des Informationsdienstleisters Bloomberg für die von KPMG gewählten Vergleichsunternehmen vorgenommen. Im Rahmen unserer Berechnungen haben wir zunächst die verschuldeten Raw-Betafaktoren sowohl für die QSC als auch für die weiteren Vergleichsunternehmen auf Basis wöchentlicher Kapitalmarktbeobachtungen für zwei Jahre ermittelt. Als Referenzindex wurde für die Peer Group-Unternehmen jeweils ein landesspezifischer Index herangezogen. Die Ermittlung der Renditen erfolgte auf Basis der jeweiligen Landeswährung. Anschließend wurden die verschuldeten Betafaktoren um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko der Gesellschaften auf Basis des letzten Geschäftsjahres bereinigt. Es ergaben sich für alle Peer Group-Unternehmen signifikante Betafaktoren. Der unverschuldete Betafaktor der QSC wurde von uns mit 0,96 ermittelt. Die unverschuldeten Betafaktoren der weiteren vier Vergleichsunternehmen wurden zu einem arithmetischen Mittelwert verdichtet. Hierfür ergibt sich ein verschuldeter Betafaktor von 0,83 bzw. ein unverschuldeter Betafaktor von 0,74.

Die von KPMG durchgeführte Peer Group-Analyse sowie die daraus abgeleitete Einschätzung des zukünftigen Betafaktors der Gesellschaft haben wir nachvollzogen und halten diese für sachgerecht. Der von KPMG ermittelte unverschuldete Betafaktor von rund 1,1 stellt unseres Erachtens einen vertretbaren Schätzer dar, der sowohl berücksichtigt, dass sich die Gesellschaft derzeit in einer Restrukturierungsphase befindet und gleichzeitig mit dem geplanten Eintritt in neue Geschäftsfelder die Erreichbarkeit der Planergebnisse mit Risiken verbunden ist, die im durchschnittlichen Beta der Peer Group derzeit nicht abgebildet werden.

#### **4.4. Wachstumsabschlag**

Eine quasi-sichere Alternativanlage erbringt definitionsgemäß in der Zukunft Erträge, deren nominale Höhe so gut wie sicher bestimmt ist und die auch bei Änderung des realen Geldwertes konstant bleibt. Dagegen bietet die Investition in ein Unternehmen die Chance einer nominalen Steigerung der Unternehmensergebnisse bei Verminderung des realen Geldwertes durch Überwälzung der Geldentwertung auf die Leistungspreise.

Diese Überschusswachstumsperspektive wird in dem Zeitraum, für den es konkrete Ertrags- und Aufwandsplanungen gibt, sowie in der Fortschreibungsphase bei der Bemessung der Beträge unmittelbar berücksichtigt. In der Phase der ewigen Rente erfolgt die Berücksichtigung des Wachstums finanzmathematisch durch einen Abschlag beim Zins (Wachstumsabschlag).

Die Wachstums- und Inflationseffekte wurden für den Detailplanungszeitraum 2011 bis 2015 und die Konvergenzperiode bis 2020 im Rahmen der nominellen Unternehmensplanung abgebildet. Für die Phase der ewigen Rente wurde ein Wachstumsabschlag von 0,5 % angesetzt.

Der Bewertungsgutachter verweist darauf, dass die in der Fortführungsphase thesaurierten und den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Beträge bereits einen wesentlichen Teil des zukünftigen operativen Wachstums abbilden. Somit ist ein bedeutender Teil des zukünftigen Wachstums bereits durch die direkte Zurechnung der thesaurierten Beträge und deren Abbildung in den Nettoeinnahmen

der Anteilseigner berücksichtigt. Lediglich noch verbleibende zusätzliche Wachstumseffekte, die z.B. aus begrenzt erzielbaren Überrenditen, besonderen Markt- und Branchenbedingungen oder inflationsbedingten Wachstumseffekten beruhen, sind danach noch in der Phase der ewigen Rente im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Das künftige Wachstum der finanziellen Überschüsse der Versatel resultiert einerseits aus den dargestellten Thesaurierungen und deren Wiederanlage sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten.

Thesaurierungsbedingtes Wachstum wird bewertungstechnisch durch die unmittelbare Zurechnung des „Wertbeitrages aus Wertsteigerungen“ unter Abzug des hälftigen Abgeltungssteuersatzes einschließlich Solidaritätszuschlag abgebildet.<sup>12</sup>

Für das darüber hinaus bewertungstechnisch im Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszins abzubildende Wachstum bildet die allgemeine Inflationserwartung einen ersten Anhaltspunkt.

Der Sachverständigenrat erwartet derzeit für Deutschland eine Inflationsrate von 2,3 % für 2011 und eine von leicht unter 2,0 % für 2012.<sup>13</sup>

Hierzu ist zunächst festzustellen, dass die konkreten Preissteigerungen, dem das Bewertungsobjekt unterliegt, von dem allgemeinen Geldentwertungssatz aufgrund der „Warenkorbbzusammensetzung“ abweichen.

Eine Überwälzbarkeit der aus der Inflation abgeleiteten Preissteigerungen in voller Höhe auf die Kunden der Versatel kann zudem nur begrenzt unterstellt werden.

Im Segment Massenmarkt unterstellt die Gesellschaft bereits in der Detailplanungsphase bei hohem Preisdruck eine kontinuierliche Abnahme der Umsatzerlöse. Auch im Segment Geschäftskunden, in dem im Detailplanungszeitraum insbesondere im

---

<sup>12</sup> Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349 ff; 405 ff. sowie Saur/Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2011, S. 1017 ff.

<sup>13</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage, Jahresgutachten 2011/12, November 2011, S. 11.

Bereich der Breitband- und VPN-Produkte mit Umsatzzuwächsen geplant wird, geht die Gesellschaft aufgrund des Wettbewerbs und des technologischen Fortschritts von tendenziell rückläufigen Preisen aus.

Für das Segment Wholesale geht die Versatel im Detailplanungszeitraum insgesamt von leicht steigenden Umsätzen aus. Während im Teilbereich Datendienste ein kontinuierlicher Anstieg geplant wird, sieht sich die Versatel im Bereich Sprachdienste starken regulatorischen Einflüssen mit entsprechenden Auswirkungen auf die Preisentwicklung ausgesetzt.

Vor diesem Hintergrund halten wir eine Überwälzbarkeit der Preissteigerungen in voller Höhe auf die Kunden der Versatel aufgrund eines weitestgehend gesättigten Marktes und des Preisdrucks für nicht vollumfänglich möglich.

Neben Preiserhöhungen ist bei der Abschätzung des zukünftigen Wachstumsabschlages grundsätzlich auch der mögliche Einfluss von Markt-, Umwelt- und Wettbewerbsentwicklungen zu analysieren. Das deutliche Ergebniswachstum im Detailplanungszeitraum ist erheblich durch den Wegfall von Abschreibungen und positiven Effekten aus der strategischen Neuausrichtung sowie des Restrukturierungsprogramms zurückzuführen, die für die Geschäftsjahre ab 2016 nicht mehr zu erwarten sind.

Vor dem Hintergrund der aktuellen unter Abschnitt C.II.3.3. beschriebenen Rahmenbedingungen für das operative Geschäft der Gesellschaft halten wir die Berücksichtigung des Wachstumsabschlages von 0,5 % als einen vertretbaren Schätzer.

#### 4.5. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz

Die bei der Bewertung der Versatel durch die KPMG angesetzten Kapitalisierungszinssätze ergeben sich damit wie folgt:

<b>Versatel Konzern</b>						
<b>Kapitalisierungszinssatz KPMG</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017 ff.</b>
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
pers. Ertragsteuern	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
<b>Basiszinssatz nach pers. Ertragsteuern</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Beta unverschuldet	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Beta verschuldet	1,94	1,77	1,54	1,35	1,11	1,11
<b>Risikoprämie nach pers. Ertragsteuern</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>
Wachstumsabschlag	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,5%
<b>Kapitalisierungszinssatz nach pers. Ertragsteuern</b>	<b>11,7%</b>	<b>10,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,4%</b>

Wir halten die Methode zur Ableitung der Kapitalisierungszinssätze sowie die angesetzten Kapitalisierungszinssätze mit Ausnahme der technisch beim Basiszinssatz vor persönlichen Steuern in Höhe von 4,0 % vorgenommenen Anpassung für angemessen.

Wir haben daher den Unternehmenswert der Versatel ausgehend vom aktuell am Kapitalmarkt zu beobachtenden gerundeten Basiszinssatz in Höhe von 2,75 % berechnet.

## 5. Ertragswert

Von der KPMG wurde der Ertragswert der Versatel zum 9. Februar 2012 wie folgt ermittelt:

Versatel Konzern	Detailplanungsphase				Nachhaltiges Ergebnis	
	2012 T€	2013 T€	2014 T€	2015 T€	2016 T€	2017 ff. T€
<b>Konzernergebnis (IFRS)</b>	<b>15.232</b>	<b>55.864</b>	<b>52.272</b>	<b>58.492</b>	<b>34.969</b>	<b>35.143</b>
<b>Thesaurierung</b>	<b>15.232</b>	<b>55.864</b>	<b>52.272</b>	<b>58.492</b>	<b>931</b>	<b>935</b>
Direkte Zurechnung persönliche Ertragsteuer auf Thesaurierung und Wertsteigerung	0	0	0	0	16.553	16.636
<b>Wertbeitrag nach Ertragsteuern</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14.131</b>	<b>14.202</b>
Ausschüttungsquote	0%	0%	0%	0%	50%	50%
Ausschüttung	0	0	0	0	17.484	17.572
Persönliche Ertragsteuer auf Ausschüttung	0	0	0	0	-4.611	-4.635
<b>Ausschüttung nach Ertragsteuern</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>12.873</b>	<b>12.937</b>
<b>zu kapitalisierendes Ergebnis</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>27.004</b>	<b>27.139</b>
Kapitalisierungszinssatz	11,7%	10,9%	9,9%	9,0%	7,9%	7,4%
Barwert zum 1. Januar	244.520	273.048	302.747	332.650	362.645	364.458
<b>Barwert zum 1. Januar 2012</b>	<b>244.520</b>					
Aufzinsungsfaktor	1,01					
<b>Barwert zum 9. Februar 2012</b>	<b>247.646</b>					

*Die Berechnung erfolgt ohne die Begrenzung der Nachkommastellen*

Wir haben die Ertragswertermittlung anhand eines eigenen Modells überprüft und hierbei die von uns erläuterten Kapitalisierungszinssätze verwendet. Es ergibt sich ein Unternehmenswert der Versatel auf den Stichtag der außerordentlichen Hauptversammlung dem 9. Februar 2012, der nicht über dem Börsenkurs liegt.

## **6. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte**

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

Durch die KPMG wurde kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert. Wir haben anhand der vorliegenden Prüfberichte und der uns erteilten Auskünfte keine dem entgegenstehenden Feststellungen getroffen.

Die ertragsteuerlichen Verlustvorträge sowie der bestehende Besserungsschein wurden unmittelbar bei der Ermittlung der Ertragsteuern berücksichtigt und sind daher nicht als Sonderwerte auszuweisen.

## **7. Unternehmenswert und Wert je Aktie**

Der Unternehmenswert der Versatel zum Stichtag der außerordentlichen Hauptversammlung dem 9. Februar 2012 wurde durch die KPMG mit T€ 247.646 ermittelt:

Das Grundkapital der Versatel AG ist in 44.000.000 Stückaktien eingeteilt. Eigene Aktien werden von der Gesellschaft auskunftsgemäß nicht gehalten.

Demzufolge ergibt sich auf den Tag der außerordentlichen Hauptversammlung 9. Februar 2012 aus dem von der KPMG berechneten Unternehmenswert ein rechnerischer Wert von € 5,63 je Aktie.

Wir haben die Durchführung der Bewertung der Versatel in allen wesentlichen Schritten insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zu kapitalisierenden Erträge, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Berechnung des Unternehmenswertes auf den Stichtag 9. Februar 2012 nachvollzogen und durch eigene Analysen plausibilisiert.

Wir halten die Vorgehensweise zur Ableitung des Unternehmenswertes der Versatel - mit Ausnahme des verwendeten Basiszinssatzes - für sachgerecht und angemessen.

Aufgrund unserer Feststellung zur Bestimmung des Basiszinssatzes haben wir einen Unternehmenswert ermittelt, aus dem sich auf den Tag der außerordentlichen Hauptversammlung 9. Februar 2012 ein Wert je Aktie ergibt, der nicht über dem Börsenkurs liegt.

### **III. Börsenkurs**

Die Aktien der Versatel sind zum Handel im regulierten Markt und im Teilbereich des regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen, wo sie im elektronischen Handelssystem XETRA und XETRA Frankfurt 2 gehandelt werden. Darüber hinaus werden sie im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart gehandelt.

Im Rahmen der Ermittlung der Barabfindung nach § 327c AktG ist nach einem Beschluss des BVerfG (27. April 1999, 1-BVR-1613/94) der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln. Das BVerfG fordert, dass ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben darf. Im Ergebnis ist die Abfindung so zu bemessen, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätten. Sofern der Ertragswert unter dem Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen, wobei auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen ist. Der Börsenkurs ist dann nicht heranzuziehen, wenn er – z.B. bei fehlender Marktgängigkeit oder Manipulation – nicht dem Verkehrswert der Aktien entspricht oder kein Handel stattgefunden hat.

Entscheidend für die Ermittlung des Durchschnittskurses ist hierbei u.a., für welchen **Referenzzeitraum** dieser ermittelt wird.

Nach einem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II-ZB-18/09) ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.

Bezüglich der Berücksichtigung des Börsenkurses der Versatel haben wir nachfolgende Feststellungen getroffen:

Am 2. August 2011 veröffentlichte die Versatel eine Ad hoc-Mitteilung und gab darin das Verlangen der Hauptaktionärin nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG bekannt, dass die Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen möge.

Für den Dreimonatszeitraum vor Veröffentlichung dieser Mitteilung haben wir bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) einen gewichteten Durchschnittskurs abgefragt. Die BaFin teilte mit, dass für den Zeitraum der letzten drei Monate vor dem 2. August 2011, d.h. zum Stichtag 1. August 2011, von der BaFin ein gültiger Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG von € 6,84 je Aktie berechnet wurde.

Wir haben für den gleichen Zeitraum unter Rückgriff auf Bloomberg-Daten den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs für die Aktien der Versatel ebenfalls mit € 6,84 ermittelt. Im Referenzzeitraum vom 1. Mai 2011 bis 1. August 2011 (mit 66 möglichen Handelstagen) lagen der Berechnung 65 Tage mit Handel und ein Handelsvolumen von insgesamt 1.165.703 Stück zugrunde.

Des Weiteren haben wir geprüft, ob der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt und insoweit nicht bei der Festsetzung der Entschädigung der Minderheitsaktionäre heranzuziehen ist.

Dies kommt nach Darlegung des BVerfG (a.a.O.) bei der Barabfindung grundsätzlich nur dann ausnahmsweise in Betracht, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch **kein Handel** stattgefunden hat, aufgrund einer **Markteng**e der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage gewesen ist,

seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der **Börsenpreis manipuliert** worden ist.

Anzeichen für eine Manipulation des Börsenpreises haben wir nicht festgestellt. Durch das Abstellen auf einen Referenzzeitraum zur Ermittlung des Börsenkurses, der vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme endet, wird Manipulationen grundsätzlich vorgebeugt. Aufgrund der dargestellten Handelsaktivitäten sehen wir keine Anhaltspunkte dafür, den Börsenkurs nach den vorgenannten Kriterien des BVerfG und der darauf folgenden Rechtsprechung der Zivilgerichte als nicht maßgeblich zur Bestimmung der Abfindungsuntergrenze heranzuziehen.

Für die Bemessung der Abfindung wird ein Betrag von € 6,84 je Aktie angeboten. Der angebotene Abfindungsbetrag entspricht damit dem von der BaFin mitgeteilten bzw. von uns ermittelten Durchschnittskurses.

Der BGH hält nach seinem Beschluss vom 19. Juli 2010 ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme dann für nicht geboten, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lassen. Dann ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen. Dem vom BGH zu beurteilenden Fall lag ein Zeitraum von rd. 7,5 Monaten zugrunde, der offenbar als möglicherweise zu lang angesehen wurde.

Bei der Versatel liegt zwischen der Ankündigung der Maßnahme (2. August 2011) und dem Tag der außerordentlichen Hauptversammlung (9. Februar 2012) ein Zeitraum von 6 Monaten und 7 Tagen. Angesichts der Ladungsfristen zur Hauptversammlung und der Dauer von Bewertung und Prüfung sehen wir hier keine Anzeichen dafür, dass die Dauer möglicherweise zu lang wäre.

Gleichwohl haben wir zu Informationszwecken nachfolgend die Entwicklung des CDAX und des Prime Telecommunications Performance Index als näherungsweise Branchenindex bis zur Abgabe unseres Prüfungsberichtes zusammengefasst:

<b>Versatel Konzern Entwicklung Indizes in €</b>	<b>02.08.2011</b>	<b>09.12.2011</b>	<b>Änderung in %</b>
CDAX	598,66	519,55	-13,21
Branchenindex	114,5	101,99	-10,93

Die Indexentwicklung zeigt einen sinkenden Kursverlauf. Anhaltspunkte für eine Notwendigkeit zur Anpassung des Börsenkurses der Versatel ergeben sich unseres Erachtens daraus nicht.

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

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

Aufgrund unserer Tätigkeit zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung der Versatel aufgetreten sind.

#### **V. Ableitung der Barabfindung**

Im Bericht der VictorianFibre über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Versatel wird die Barabfindung auf € 6,84 je Aktie festgelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Der durch die KPMG aus dem Ertragswert abgeleitete Unternehmenswert der Versatel auf den 9. Februar 2012 beträgt T€ 247.646. Demzufolge ergibt sich auf den Tag der Hauptversammlung ein rechnerischer Wert in Höhe von € 5,63 je Aktie.

Wir haben hiervon abweichend einen Unternehmenswert auf den Stichtag der außerordentlichen Hauptversammlung dem 9. Februar 2012 ermittelt, aus dem sich ein rechnerischer Wert je Aktie ergibt, der nicht über dem Börsenkurs liegt.

Der durchschnittliche Börsenkurs für einen dreimonatigen Zeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre beträgt € 6,84 je Aktie. Der Börsenkurs liegt oberhalb des von uns aus dem Ertragswert abgeleiteten Unternehmenswert der Versatel.

Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der VictorianFibre festgelegte Barabfindung in Höhe von € 6,84 je Stückaktie angemessen ist.

**D. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung**

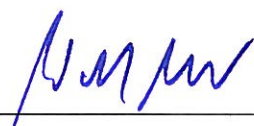
Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der VictorianFibre Holding GmbH, Düsseldorf, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Versatel AG, Berlin, geprüft.

Wir geben gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

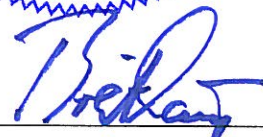
„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Versatel AG, Berlin, in Höhe von € 6,84 je Aktie angemessen.“

Düsseldorf, den 14. Dezember 2011

Rölfs RP AG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Michael Wahlscheidt  
- Wirtschaftsprüfer -



Jochen Breithaupt  
- Wirtschaftsprüfer -

# ANLAGEN

Ausfertigung



# Landgericht Berlin

## Beschluss

Geschäftsnummer: 102 AR 47/11 AktG

15.08.2011

In dem Verfahren

nach § 327c Abs. 2 Satz 2 und Satz 3 AktG

betreffend die

Versatel AG,

geschäftsansässig Arosener Allee 72, 13407 Berlin,

wird auf Antrag der

der VictorianFibre Holding GmbH,

Benrather Straße 18-20, 40213 Düsseldorf,

die

Hauptaktionärin und  
Antragstellerin,

Rölfs RP AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,  
Grafenberger Allee 159, 40237 Düsseldorf,

zur Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung bei dem vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der erstbezeichneten Gesellschaft bestellt.

Der zu fertigende Bericht soll über die nach § 293a AktG erforderlichen Angaben hinaus auch Ausführungen über den Verlauf der Prüfung enthalten.

Ansprüche, die auf Gebühren- und/oder Auslagererstattung gegen das Land Berlin gerichtet sind, kann die Prüferin aus der Bestellung nicht herleiten.

AVR1

Die Antragstellerin hat die Kosten dieses Bestellungsverfahrens nach einem Verfahrenswert von 20.000,00 € zu tragen.

Landgericht Berlin,  
Kammer für Handelssachen 102

P a d e  
Vorsitzender Richter am Landgericht

Ausgefertigt



Berger  
Justizhauptsekretärin



**Versatel AG, Berlin****Ablauf der Prüfungsdurchführung**

Entsprechend des Beschlusses des Landgerichtes Berlin vom 15. August 2011 zur Bestellung der Rölfs RP AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer für die Angemessenheit der Barabfindung haben wir nachfolgend wesentliche Prüfungsschritte dargestellt.

<b>Zeitraum</b>	<b>Prüfungshandlung</b>	<b>Ort</b>
23.08.2011	Auftaktmeeting, Anforderungsliste, Organisatorisches	Düsseldorf
August 2011	Auswertung öffentlich zugänglicher Informationen zur Versatel AG, Informationssammlung zu Markt-/Wettbewerb	Düsseldorf
02.09.2011	Prüfung ausgesetzt, wegen Aktualisierung der Planung durch Versatel	Telefonisch
08.11.2011	Einführung in Planungssystematik durch Versatel AG	Düsseldorf
45. Kalenderwoche	Analysen Markt- / Wettbewerb, Vergangenheitsanalyse, Einarbeitung in Planungssystematik, Börsenkurs	Düsseldorf
18.11.2011	Meeting mit KPMG zu Basiszins, Beta, Vergangenheitsanalyse	Frankfurt / Main
46. Kalenderwoche	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen, Kapitalmarktdaten, Kapitalisierungszins	Düsseldorf / Berlin
21.11.2011	Planungsgespräch bei Versatel mit Vorstand zu Planung Geschäftsbereiche	Düsseldorf
47. Kalenderwoche	Kapitalisierungszins, Ertragsteuern, Prüfung Planungsrechnung; Diskussion wesentlicher Bewertungsparameter	Düsseldorf
29.11.2011	Planungsgespräch bei Versatel zu Planungsanpassungen, Schwerpunkt „mobile Backhaul“, Durchsicht Protokolle Aufsichtsrat und Vorstand	Düsseldorf
48. Kalenderwoche	Ableitung der ewigen Rente, Berichtsarbeiten, Planungsplausibilisierung der einzelnen Segmente, Prüfung Planungsmodell der KPMG	Düsseldorf / Berlin
05.12.2011	Meeting mit KPMG zur Ableitung ewiger Rente, Ertragsteuern, Kapitalisierungszins, Bewertungsmodell	Düsseldorf
08.12.2011	Ableitung ewige Rente, Ertragsteuern, Detailplanung - Aufwendungen	Frankfurt / Main
49. Kalenderwoche	Berichtsarbeiten, Kapitalisierungszins, Ableitung ewige Rente, Bearbeitung Bewertungsmodell, Plausibilisierung der Ableitung des Ertragswertes, Börsenkurs	Düsseldorf
50. Kalenderwoche	Abschließende Berichtsarbeiten, Dokumentation der Prüfungsergebnisse	Düsseldorf / Berlin
14.12.2011	Unterzeichnung des Prüfungsberichts	Düsseldorf

# 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 rechtlchem 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. 3 d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

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

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

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

(6) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzuges wird nicht übernommen.

## 12. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

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

## 13. Annahmeverzug und unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers

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

## 14. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

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

## 15. Aufbewahrung und Herausgabe von Unterlagen

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

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

## 16. Anzuwendendes Recht

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