

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der  
Barabfindung für die beabsichtigte Übertragung  
der Aktien der Minderheitsaktionäre der

**CONET Technologies AG,  
Hennef**

auf die

**Conet Technologies Holding GmbH,  
Hamburg**

gem. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1, 327c  
Abs. 2 Satz 2 und 3, 293c Abs. 1 AktG

Ausfertigung Nr.



## Inhaltsverzeichnis

	Seite
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 327c Abs. 2 AktG	5
I. Übertragungsbeschluss	5
II. Bericht des Hauptaktionärs	6
III. Prüfungsbericht	6
C. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	8
I. Allgemeines	8
II. Bewertungsgrundsätze	8
1. Ertragswert	8
2. Liquidationswert	10
3. Substanzwert	11
4. Börsenwert	11
5. Vergleichsorientierte Bewertung	12
6. Vorerwerbe	12
III. Ergebnis	13
D. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	14
E. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	16
I. Bewertungsobjekt	16
II. Bewertungsstichtag	18
III. Ertragswert	19
1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse	19
a) Entwicklung der Vergangenheit	19
b) Ermittlung eines bereinigten EBIT	20
c) Planungstreue in der Historie	22
2. Markt- und Wettbewerbsumfeld	25
a) Gesamtwirtschaftliche Entwicklung	25
b) Marktumfeld	27
c) Branchenstruktur und –umfeld	27
d) Prognostizierte Marktentwicklung	31

	Seite
3. Planungsrechnung	33
a) Planungsprozess	33
b) Operative Planung	34
c) Zinsergebnis	37
d) Unternehmenssteuern	38
e) Nachhaltiges Ergebnis	38
f) Ergebnis unserer Prüfungshandlungen	40
4. Kapitalisierungszinssatz	42
a) Basiszinssatz	42
b) Risikozuschlag	44
aa) Marktrisikoprämie	45
bb) Betafaktor	49
c) Wachstumsabschlag	56
d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	57
5. Ertragswertberechnung	58
a) Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung	58
b) Einkommensteuern	58
c) Kapitalisierung der Nettozuflüsse	60
IV. Sonderwerte	61
V. Unternehmenswert	61
VI. Wert je Aktie	61
VII. Vergleichsorientierte Bewertung	62
VIII. Berücksichtigung des Börsenkurses	63
IX. Sensitivitätsrechnung	64
X. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	65
F. Ermittlung der angemessenen Barabfindung	66
G. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	67

**Anlagen**

Beschluss des Landgerichts Köln vom 12. September 2017 zur Bestellung der Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Köln, zum sachverständigen Prüfer zur Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung gem. § 327c Abs. 2 AktG	Anlage 1
Beschluss des Landgerichts Köln vom 5. Oktober 2017 zur Berichtigung des Beschlusses des Landgerichts Köln vom 12. September 2017	Anlage 2
Allgemeine Auftragsbedingungen	Anlage 3

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen  
in Höhe von  $\pm$  einer Einheit (TEUR, % usw.) auftreten.



**Abkürzungsverzeichnis**

<b>Abkürzung</b>	<b>Bezeichnung</b>
AG	Aktiengesellschaft bzw. Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
BB	BetriebsBerater (Zeitschrift)
BewP	Der Bewertungspraktiker (Zeitschrift)
BGH	Bundesgerichtshof
BilRUG	Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CFbiz	Corporate Finance (Zeitschrift)
CIO	Chief Information Officer
DCF	Discounted Cash Flow
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e. V., Berlin
EBIT	Earnings before interest and tax (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
et al.	et alii, et aliae
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (vormals: AKU)
FB	Finanz-Betrieb (Zeitschrift)
FTE	Full Time Equivalent; Vollzeitäquivalent
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
IDW-FN	IDW-Fachnachrichten (Zeitschrift)
IDW S 1 i.d.F. 2008	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (Stand: 2. April 2008)

IFRS	International Financial Reporting Standards
ITIL	IT Infrastructure Library
ITK	Informations- und Telekommunikationstechnik
IWF	Internationaler Währungsfonds
KG	Kammergericht Berlin
LG	Landgericht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model
UCRS	Unified Communications Radio Suite
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)



## **A. Auftrag und Auftragsdurchführung**

Auf Verlangen des Hauptaktionärs Conet Technologies Holding GmbH, Hamburg (im Folgenden auch „Conet Holding“ oder „Hauptaktionär“ genannt), soll die ordentliche Hauptversammlung der

### **CONET Technologies AG, Hennef**

(im Folgenden auch „CONET Technologies AG“ oder „Gesellschaft“ genannt),

am 20. Dezember 2017 gemäß § 327a Abs. 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Conet Holding gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf Antrag des Hauptaktionärs - hier der Conet Holding - vom zuständigen Landgericht ausgewählt und bestellt.

Das Landgericht Köln hat uns ausgewählt und mit Beschluss vom 12. September 2017 (Aktenzeichen: 91 O 26/17) gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG zum sachverständigen Prüfer bestellt. Der Beschluss zu unserer Bestellung ist diesem Bericht als Anlage beigefügt. Das Landgericht Köln hat mit Beschluss vom 5. Oktober 2017 den Beschluss vom 12. September 2017 gemäß § 319 ZPO berichtigt. Der Beschluss vom 5. Oktober 2017 ist diesem Bericht ebenfalls als Anlage beigefügt. Wir bestätigen, dass wir bei unserer Angemessenheitsprüfung die nach § 321 Abs. 4a HGB anwendbaren Vorschriften zur Unabhängigkeit analog beachtet haben.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW) beachtet. Darüber hinaus haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.

Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich die Geschäftsführung der Conet Holding der sachverständigen Unterstützung der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (im Folgenden auch „PwC“ oder „Bewertungsgutachter“), bedient, die hierzu am 26. Oktober 2017 ein Gutachten (im Folgenden auch „Gutachtliche Stellungnahme“) erstattet haben. Im Rahmen unserer Prüfungsdurchführung haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns von den benannten Auskunftspersonen der CONET Technologies AG bereitwillig erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns vom Vorstand der CONET Technologies AG und der Geschäftsführung der Conet Holding jeweils in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung mit Unterbrechungen in der Zeit vom 14. September bis 30. Oktober 2017 in den Geschäftsräumen der CONET Technologies AG in Hennef sowie in unseren Büroräumen in Köln durchgeführt. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir die Zwischenergebnisse zur Bewertung und zur Vorbereitung des Übertragungsberichts geprüft. Partiiell haben wir auch zeitlich parallel zu den Arbeiten des Bewertungsgutachters geprüft, beispielsweise im Rahmen von Interviews mit den Planungsverantwortlichen.

Insbesondere fanden folgende Besprechungen mit dem Bewertungsgutachter PwC, Vertretern der CONET Technologies AG bzw. des Hauptaktionärs statt:

Datum	Teilnehmer	Inhalt	Ort
20.09.2017	CONET Technologies AG, H.I.G. Capital Partners GmbH, PwC, Ebner Stolz	Kick-Off-Gespräch, Kurzvorstellung Bewertungsobjekt	Hennef, CONET Technologies AG
20.09.2017	CONET Technologies AG, PwC, Ebner Stolz	Vorstellung des Planungsprozess, 1. Planungsgespräch	Hennef, CONET Technologies AG
21.09.2017	PwC, Ebner Stolz	Peer Group, Kapitalkosten	Telefonkonferenz
28.09.2017	CONET Technologies AG, PwC, Ebner Stolz	Unternehmensplanung, Erläuterung Entwurf Bewertungsmodell durch PwC	Hennef, CONET Technologies AG
05.10.2017	CONET Technologies AG, PwC, Ebner Stolz	Unternehmensplanung, Konvergenzphase Erläuterung Entwurf Bewertungsmodell durch PwC, nachhaltige EBITDA-Marge	Hennef, CONET Technologies AG
09.10.2017	H.I.G. Capital Partners GmbH, Ebner Stolz	Unternehmensplanung der CONET-Gruppe	Telefonkonferenz
12.10.2017	CONET Technologies AG, Ebner Stolz	Unternehmensplanung der CONET-Gruppe	Telefonkonferenz
12.10.2017	PwC, Ebner Stolz	Bewertung von Stamm- und Vorzugsaktien	Telefonkonferenz
13.10.2017	PwC, Ebner Stolz	Bewertung von Stamm- und Vorzugsaktien, Bewertungsmodell	Telefonkonferenz

Darüber hinaus fanden während des gesamten Zeitraums unserer Prüfungsarbeiten zahlreiche weitere Besprechungen und Telefonate auf Arbeitsebene zu verschiedenen bewertungsrelevanten Themenkomplexen statt.

Die Angemessenheitsprüfung wurde im Wesentlichen durch die beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch einen Manager und einen erfahrenen Assistenten unterstützt.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und der voraussichtlichen Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der CONET Technologies AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär am 20. Dezember 2017 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der CONET Technologies AG ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahresabschlüsse, die Lageberichte, die Konzernjahresabschlüsse, Konzernlageberichte oder auf die Geschäftsführung der CONET Technologies AG oder ihrer Tochtergesellschaften bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse und der Konzernjahresabschlüsse der CONET Technologies AG und ihrer Tochtergesellschaften mit den maßgebenden gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer bestätigt worden.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 3 beigefügten „Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgebend. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln, ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbegrenzung durch § 327c Abs. 2 i. V. m. § 293d Abs. 2 AktG i. V. m. § 323 HGB, unsere Verantwortlichkeit auch im Verhältnis zu Dritten.

Dieser Prüfungsbericht dient zum Schutz und zur Information für die vom Ausschluss, dem sogenannten „Squeeze-out“, betroffenen Minderheitsaktionäre der CONET Technologies AG sowie der Information für das uns bestellende Gericht. Für andere Zwecke darf dieser Bericht nicht verwendet werden.

### **Prüfungsunterlagen**

Zur Durchführung unserer Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Entwurf des Übertragungsbeschlusses vom 27. Oktober 2017
- Bericht der Conet Technologies Holding GmbH als Hauptaktionär der CONET Technologies AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CONET Technologies AG auf die Conet Technologies Holding GmbH sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes (Stand: 27. Oktober 2017, einschließlich vorangegangener Entwürfe)

- Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der CONET Technologies AG, Hennef, und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zum Bewertungsstichtag 20. Dezember 2017 (Stand: 26. Oktober 2017, einschließlich vorangegangener Entwürfe)
- Satzung der CONET Technologies AG in der Fassung vom 23. Januar 2017
- Handelsregisterauszüge der CONET Technologies AG, CONET Business Consultants GmbH, CONET Solutions GmbH, CONET Services GmbH und der Conet Technologies Holding GmbH jeweils vom 13. Oktober 2017
- Prüfungsbericht der DHPG Dr. Harzem & Partner KG, Bonn, über die Prüfung des Konzernabschlusses der CONET Technologies AG für das Geschäftsjahr 2014/15 sowie die Prüfungsberichte von Baker Tilly GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (vormals Baker Tilly Roelfs AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft), Düsseldorf, über die Prüfung der Konzernabschlüsse der CONET Technologies AG für die Geschäftsjahre 2015/16 bis 2016/17
- Budgetplanungen der Gesellschaften der CONET-Gruppe sowie Gesamtkonzern-Budgetplanung für das Geschäftsjahr 2017/18, beschlossen vom Vorstand der CONET Technologies AG am 21. Juni 2017 und vom Aufsichtsrat billigend zur Kenntnis genommen am 26. Oktober 2017
- Konsolidierte Unternehmensplanung der CONET-Gruppe für die Geschäftsjahre 2017/18 bis 2020/21, beschlossen vom Vorstand der CONET Technologies AG am 24. August 2017 und vom Aufsichtsrat billigend zur Kenntnis genommen am 26. Oktober 2017.
- Protokolle der Sitzungen der Aufsichtsrats der CONET Technologies AG für den Zeitraum vom 5. Juni 2014 bis 14. August 2017
- Protokolle der Sitzungen des Vorstands der CONET Technologies AG für den Zeitraum vom 9. Januar 2014 bis 28. März 2017
- Hauptversammlungsprotokolle der CONET Technologies AG der Jahre 2014 bis 2016
- Auftragsstatistik unter Angabe des Vorratsbestandes und erhaltenen Anzahlungen für den Zeitraum vom April 2015 bis August 2017
- Personalentwicklungsstatistik für die Geschäftsjahre 2014/15 bis 2016/17
- Depotbescheinigung der Union Bancaire Privée für die Conet Holding über die Verwahrung von 1.650.000 Stammaktien und 1.250.293 Vorzugsaktien der CONET Technologies AG vom 12. September 2017
- Verschiedene markt- und branchenspezifische Veröffentlichungen
- Öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten
- Sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.

## **B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 327c Abs. 2 AktG**

### **I. Übertragungsbeschluss**

Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigen.

Die Conet Holding hat die Barabfindung für die Aktien der Minderheitsaktionäre der CONET Technologies AG auf **EUR 34,49** je auf den Inhaber lautende Vorzugsaktie und auf **EUR 31,47** je auf den Inhaber lautende Stammaktie mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils EUR 1,0114 festgelegt. Der Hauptaktionär hält sämtliche Stammaktien der Gesellschaft.

Nach § 327a AktG ist Voraussetzung für den Beschluss der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär, dass dem Hauptaktionär mindestens 95 % der Anteile am Grundkapital gehören. Am Bewertungsstichtag ist das Grundkapital der CONET Technologies AG in Höhe von EUR 3.030.000,00 eingeteilt in 2.995.750 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je EUR 1,0114. Von den 2.995.750 Stückaktien sind 1.650.000 Stammaktien und 1.345.750 stimmrechtslose Vorzugsaktien. Zum Zeitpunkt unserer Prüfung verfügte der Hauptaktionär entsprechend der vorgelegten Depotbescheinigung unmittelbar über 2.900.293 Aktien bzw. rund 96,81 % des gezeichneten Kapitals gemäß § 327a Abs. 2 i. V. m. § 16 Abs. 2 AktG. Auskunftsgemäß hält die CONET Technologies AG keine eigenen Aktien.

Aufteilung Grundkapital der CONET Technologies AG  
auf Vorzugs- und Stammaktien sowie aktueller

Anteilsbesitz Conet Holding	Stück	%
Vorzugsaktien	1.345.750	
Stammaktien	<u>1.650.000</u>	
Summe Aktien	2.995.750	
abzüglich eigene Aktien	<u>0</u>	
Zwischensumme	2.995.750	
Anzahl Aktien Conet Holding	2.900.293	

**Anteil Conet Holding am Grundkapital  
gemäß § 327a Abs. 2 AktG**

**96,81%**

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der CONET Technologies AG gehen gemäß § 327e Abs. 3 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre der CONET Technologies AG kraft Gesetzes und ohne weiteren Übertragungsakt auf den Hauptaktionär, die Conet Holding, über.

Als Kompensation für den Ausschluss steht den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der CONET Technologies AG nach § 327a Abs. 1 AktG ein Anspruch auf eine angemessene Barabfindung zu, die ausschließlich in bar zu erfüllen ist. Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

## **II. Bericht des Hauptaktionärs**

Der Hauptaktionär der CONET Technologies AG, die Conet Holding, hat der Hauptversammlung der CONET Technologies AG gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht (Übertragungsbericht) zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Wir haben im Rahmen unserer Tätigkeit die im Übertragungsbericht, einschließlich des dort dargestellten Bewertungsverfahrens, und - zeitlich vorgelagert - in den Gutachtenentwürfen von PwC enthaltenen Angaben und Erläuterungen zur Ermittlung, Art und Höhe der Barabfindung im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung geprüft. Im Übrigen war die Prüfung der weiteren Voraussetzungen, wie insbesondere die Prüfung auf Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichts des Hauptaktionärs oder die Beurteilung der wirtschaftlichen Zweckmäßigkeit der Übertragung der Aktien, nicht Gegenstand unseres Prüfungsauftrags.

## **III. Prüfungsbericht**

Als Prüfer berichten wir gemäß § 293e i. V. m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG schriftlich über das Ergebnis unserer nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung.

Der Schwerpunkt der Prüfung liegt in der Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Der gerichtlich bestellte Prüfer hat in diesem Zusammenhang zu prüfen, ob die vom Hauptaktionär angewandten Methoden zur Ermittlung der Barabfindung angemessen sind. Insbesondere ist dabei zu untersuchen, ob die zur Ermittlung der Barabfindung durchgeführte Unternehmensbewertung den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entspricht und ob die zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet und die Zukunftsschätzungen plausibel sind.

Eine eigenständige Ermittlung und Darstellung des der Barabfindung zugrunde liegenden Unternehmenswertes ist indes nicht Aufgabe des Angemessenheitsprüfers. Auch die in § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG enthaltenen analog anzuwendenden Grundsätze machen deutlich, dass ein Vertragsprüfer nicht etwa verpflichtet ist, die Unternehmensbewertung erneut selbständig durchzuführen.

Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Abfindung angemessen ist. Ferner ist im Prüfungsbericht anzugeben,

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

Darüber hinaus enthält der Beschluss des Landgerichts Köln vom 12. September 2017 folgenden Hinweis:

„Die Kammer weist darauf hin, dass der der Gesellschaft und den Aktionären zu erstattende Bericht des sachverständigen Prüfers gegenüber dem Bericht des Hauptaktionärs und Antragstellers ein eigenständiges Gutachten darstellen muss, welches die Parteinähe zum Hauptaktionär vermeidet und kritische Distanz zu dessen Bericht aufweist. Es geht nicht darum, lediglich eine Plausibilitätsprüfung des Übertragungsberichts und der dieser zu Grunde liegenden gutachtlichen Stellungnahme durchzuführen. Vielmehr ist nach der gesetzlichen Anordnung die Angemessenheit der festgelegten Abfindung zu prüfen.“

Im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung haben wir den Hinweis im Beschluss des Landgerichts Köln vom 12. September 2017 berücksichtigt. Insbesondere haben wir ein eigenes - vereinfachtes - Bewertungsmodell erstellt, anhand dessen wir die Angemessenheit der Ableitung der den außenstehenden Aktionären angebotenen Barabfindung geprüft haben.

## **C. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode**

### **I. Allgemeines**

Grundlage für die Festlegung der Barabfindung sind die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung, soweit nicht unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung der höhere Börsenkurs relevant ist. Der Übertragungsbericht enthält in Abschnitt 7. die Ausführungen zur Festlegung und Begründung der angemessenen Barabfindung.

In der als Anlage 3 zum Übertragungsbericht beigefügten Gutachtlichen Stellungnahme wird ausgeführt, dass die Bewertungsgrundsätze angewandt worden sind, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des IDW, insbesondere in IDW S 1 i.d.F. 2008, gefunden haben. Zur Ableitung der rechnerischen Barabfindung wurde die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren vorgenommen.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die von uns geprüfte Bewertung folgt, ist die angemessene Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären aus objektivierten Unternehmenswerten abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts ergibt. Im Falle gesellschaftsrechtlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe erfolgt die Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 31).

Wie nachfolgend im Einzelnen ausgeführt wird, halten wir die im Übertragungsbericht enthaltenen Darlegungen und Ausführungen zu den angewandten Bewertungsmethoden sowie zur Entscheidung über die Höhe der Abfindung für angemessen.

### **II. Bewertungsgrundsätze**

#### **1. Ertragswert**

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 (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen). Dieser Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der frei verfügbaren finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können. Hinzu kommt gegebenenfalls der Liquidationswert nicht betriebsnotwendiger (neutraler) Vermögensteile.



Zur Ableitung des Barwertes dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert.

Der Barwert der künftigen Überschüsse bildet den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Das Aktiengesetz schreibt jedoch keine bestimmte Methode zur Ermittlung von Unternehmenswerten vor. Nach IDW S 1 i.d.F. 2008 (Tz. 7) kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten. Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert nach dem in der Praxis in Deutschland am meisten verbreiteten und von der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt.

Für die Bewertung der CONET Technologies AG als Konzernobergesellschaft der CONET-Gruppe kommen grundsätzlich unterschiedliche Ausprägungen der Ertragswertermittlung in Betracht. Nach dem sogenannten Sum-of-the-Parts-Ansatz kann jedes Konzernunternehmen einzeln und isoliert bewertet und der Wert des Konzerns durch Addition der Einzelwerte ermittelt werden. Alternativ kann der Wert des Konzerns auch direkt als Gesamtwert auf der Grundlage konsolidierter Ergebnisse ermittelt werden. Die dritte Form stellt das sog. Dividendenstrom-Modell dar, bei dem Einnahmen aus erwarteten Beteiligungserträgen über Dividendenströme auf Ebene des Mutterunternehmens, hier der CONET Technologies AG, erfasst werden. Die für die CONET Technologies AG erstellte und uns zur Verfügung gestellte Planung besteht aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, Plan-Bilanzen und Kapitalbedarfsplanungen unter Berücksichtigung von Investitionsplanungen auf Konzernebene, so dass ein Gesamtwert auf der Grundlage konsolidierter Ergebnisse ermittelt wurde. Diese Planrechnung bildet das Bewertungsobjekt nach unserer Auffassung sachgerecht ab. Auf Basis der konsolidierten Planungsrechnung für die CONET Technologies AG hat PwC den Ertragswert zutreffend abgeleitet.

Da der Bewertungsgutachter neben dem Ertragswertverfahren kein weiteres Bewertungsverfahren im Sinne von IDW S 1 i.d.F. 2008 zur Ableitung des Unternehmenswertes der CONET Technologies AG angewendet hat, entfällt insofern eine Berichterstattung im Rahmen unseres Prüfungsberichts hinsichtlich der Angemessenheit und Zweckmäßigkeit weiterer Verfahren.

Trotz der generellen Verbreitung des Ertragswertverfahrens ist darauf hinzuweisen, dass zukunftsgerichtete Bewertungsverfahren mit zahlreichen Unsicherheiten verbunden sind. So stellt das Bundesverfassungsgericht in seinem Beschluss vom 24. Mai 2012 fest (BVerfG, 1 BvR 3221/10), dass es auf Grundlage der Ertragswertmethode nicht möglich sei, stichtagsbezogen einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens zu bestimmen. Jede in die Zukunft gerichtete Prognose, insbesondere die der Ertragswertmethode eigene Beurteilung künftiger Erträge, sei ihrer Natur nach mit Unsicherheiten behaftet. Ferner führt das Bundesverfassungsgericht in diesem Beschluss aus, dass die zukunftsgerichtete Planung eines Unternehmens und die darauf aufbauenden Prognosen über deren künftige Entwicklung und Erträge in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sei.

Die damit zusammenhängenden Planerwartungen müssten auf zutreffenden Informationen sowie daran orientierten, realistischen Annahmen aufbauen und dürften nicht in sich widersprüchlich sein. Im Zusammenhang mit Abfindungsfällen von ausscheidenden Anteilseignern stellt das Bundesverfassungsgericht jedoch klar, dass die gewählte Bewertungsmethode sicherstellen muss, dass ein voller Ausgleich für den Geschäftsanteil gewährt wird, der nicht unter dem Verkehrswert liegen dürfe.

Der objektivierte Unternehmenswert stellt 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 (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29).

Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 (Tz. 35) ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzeptes und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Im Rahmen der Fortführungsphase (sogenannte **ewige Rente**) ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist. Die Annahme einer kapitalwertneutralen Anlage gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 kann im Rahmen einer Bewertung auch wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Aktionäre abgebildet werden, die diese letztlich über Wertsteigerungen realisieren können. Hieraus resultiert aus Sicht der typisierten Anteilseigner grundsätzlich ein Wertbeitrag aus Thesaurierung, der einer niedrigeren Belastung mit persönlichen Ertragsteuern unterliegt. Bezüglich des bei der CONET Technologies AG vorhandenen steuerlichen Einlagekontos im Sinne von § 27 Abs. 1 KStG verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt E.III.5.b).

Da die Ermittlung des Unternehmenswertes aus der Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, sind die Steuerbelastungen der Anteilseigner auf die Dividenden sowie die vom Anteilseigner realisierten Veräußerungsgewinne aus der Beteiligung am Unternehmen zu berücksichtigen. In diesem Zusammenhang weist IDW S 1 i.d.F. 2008 (Tz. 31) darauf hin, dass bei Bewertungsanlässen wie einem Squeeze-out der Unternehmenswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt wird.

## **2. Liquidationswert**

Nach den Grundsätzen der Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt (Paulsen, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Aufl., 2015, § 305, Tz. 140). Nach einer in der Rechtsprechung vertretenen Meinung kommt es auf den Liquidationswert jedoch nur dann an, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten

des Unternehmens auf Dauer negativ sind (BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04). Beides ist für die CONET Technologies AG nicht der Fall.

Gleichwohl hat der Bewertungsgutachter zu Plausibilisierungszwecken überschlägig den Liquidationswert ermittelt und ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass der Ertragswert - selbst bei Nichtberücksichtigung der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (im Wesentlichen Sozialpläne, Entschädigungen) - über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde. Der ermittelte Liquidationswert fällt mithin niedriger aus als der nach fundamental-analytischen Verfahren ermittelte Unternehmenswert. Wir haben die überschlägige Ermittlung des Liquidationswertes der CONET Technologies AG nachvollzogen und uns davon überzeugt, dass der Liquidationswert unter dem Unternehmenswert liegt.

Hilfsweise sei darauf verwiesen, dass sich das buchmäßige Eigenkapital gemäß dem letzten geprüften Konzernjahresabschluss der CONET Technologies AG zum 31. März 2017 auf rund TEUR 5.698 beläuft. Auch ohne Berücksichtigung von Liquidationskosten entspricht dies nur rund 6 % des vom Bewertungsgutachter ermittelten Unternehmenswertes in Höhe von TEUR 98.339.

Wir halten aufgrund dessen den Verzicht auf die Ableitung eines detaillierten Liquidationswertes im vorliegenden Fall für vertretbar.

### **3. Substanzwert**

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert sowohl für die Ermittlung des Gesamtwertes einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 73 ff.), da er unter dem Gesichtspunkt der Rekonstruktion des Unternehmens nicht die immateriellen Vermögenswerte erfasst und somit nur zum Teilrekonstruktionswert führt und daher keinen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung eines Gesamtwertes eines fortzuführenden Unternehmens hat. Die Ermittlung des Substanzwertes war daher nicht geboten.

### **4. Börsenwert**

Der Vorstand der CONET Technologies AG hat am 17. September 2015 gegenüber der Deutsche Börse AG, Eschborn, die ordentliche Kündigung der Einbeziehung der Aktien der CONET Technologies AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse erklärt. Die Aktien der CONET Technologies AG wurden bis zum 30. Oktober 2015 an der Frankfurter Wertpapierbörse im Freiverkehr (Entry Standard) notiert.

Demnach sind die Aktien der CONET Technologies AG mit Ablauf des vorstehenden Datums nicht mehr an einer Börse gehandelt (vgl. Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG der CONET AG vom 17. September 2015).

Zum Zeitpunkt des Übertragungsverlangens der Conet Holding vom 12. September 2017 wurden die Aktien der CONET Technologies AG somit an keinem Börsenplatz mehr gehandelt.

Zur Ableitung der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG hat der Bewertungsgutachter daher nicht auf einen durchschnittlichen Börsenkurs zurückgreifen können.

## **5. Vergleichsorientierte Bewertung**

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nach IDW S 1 i.d.F. 2008 (Tz. 143) nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11).

Wir haben die Berechnungen des Bewertungsgutachters nachvollzogen. Als Ergebnis dieser Plausibilisierungsüberlegungen ist festzuhalten, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abgeleitete Unternehmenswert im Rahmen der Marktbewertungen vergleichbarer Unternehmen liegt. Somit ergeben sich aus diesen Plausibilitätsüberlegungen keine Anhaltspunkte dafür, dass der ermittelte Unternehmenswert im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld zu gering ist.

## **6. Vorerwerbe**

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben (BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94). Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme - wie z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebotes - gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern.

Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung (Paulsen, in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., 2015, § 305, Tz. 82; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09) und ist auch auf die Ermittlung der Barabfindung im Rahmen eines Verfahrens zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre übertragbar.

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (RS. C-101/08) getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird. Die Irrelevanz von Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, wurde ausdrücklich vom BGH (19. Juli 2010, II ZB 18/09), dem OLG Düsseldorf (12. November 2015, 26 W 9/14), dem OLG Stuttgart (4. Mai 2011, 20 W 11/08) sowie dem OLG Frankfurt (24. November 2011, 21 W 7/11) festgehalten. Insbesondere handelt es sich hierbei nicht um Verkehrswerte.

Vor dem Hintergrund der zitierten Rechtsprechung kommt den von dem Hauptaktionär der CONET Technologies AG gezahlten Preisen keine Relevanz zur Ermittlung der Barabfindung zu.

Darüber hinaus weisen wir darauf hin, dass der von dem Hauptaktionär gezahlte Vorerwerbspreis für die Stamm- und Vorzugsaktien unterhalb der nunmehr angebotenen Barabfindung liegt.

### **III. Ergebnis**

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung halten wir die im Übertragungsbericht enthaltenen Darlegungen und Ausführungen zu der angewandten Bewertungsmethode (Ertragswertmethode) sowie zur Entscheidung über die Höhe der Barabfindung für zutreffend. Andere Methoden waren nach unseren Prüfungsfeststellungen nicht anzuwenden und wurden auch nicht angewendet.

Da die Börsennotierung der CONET Technologies AG nach erfolgtem Delisting beendet ist, kommt die Berücksichtigung des Börsenkurses nicht in Betracht. Die vom Bewertungsgutachter angewandten Multiplikatorverfahren stellen nach IDW S 1 i.d.F. 2008 (Tz. 143) lediglich vereinfachte Preisfindungsverfahren dar und werden nicht als originäre Bewertungsmethoden betrachtet, sondern dienen vielmehr der Plausibilisierung des nach fundamental-analytischen Verfahren ermittelten Unternehmenswertes.

Im vorliegenden Fall ist die Anwendung der Methode zur Ermittlung der Barabfindung, ausgehend von dem Ertragswert, angemessen im Sinne des § 327a AktG. Aufgrund des 2015 erfolgten Delistings der CONET Technologies AG und des daher nicht vorhandenen Börsenkurses, entfällt die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach § 327c Abs. 2 Satz 4 i. V. m. § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG.

## **D. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung**

Die angemessene Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär berücksichtigen. Die Barabfindung ist angemessen, wenn sie dem vollen Wert der jeweils übertragenen Aktien entspricht. Dieser entspricht dem quotalen Wertanteil am objektivierte Gesamtwert des Unternehmens (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 13).

Der Unternehmensbewertung liegt die Planungsrechnung für die Jahre 2017/18 bis 2020/21 der CONET Technologies AG zugrunde. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planungsrechnung auf Plausibilität geprüft. Unsere Prüfungshandlungen haben wir dabei auf Vergangenheitsanalysen, Erläuterungen zu den Planungsrechnungen, Arbeitsunterlagen des Bewertungsgutachters sowie veröffentlichte marktspezifische Informationen von qualitativem Aussagewert gestützt. Die uns benannten Auskunftspersonen haben uns die Geschäftstätigkeit der CONET Technologies AG sowie die Grundlagen der Planungsrechnung ausführlich erläutert. Zu Einzelheiten verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen zu den Planungen.

Für die Vergangenheitsanalysen standen uns die Prüfungsberichte der Konzern- und Einzelabschlüsse der CONET-Gruppe für die Geschäftsjahre 2014/15 bis 2016/17 zur Verfügung. Die geprüften Konzernabschlüsse der CONET Technologies AG wurden nach den Grundsätzen des HGB aufgestellt. Die Planungsrechnung der CONET Technologies AG basiert auf HGB-Finanzzahlen und wird in Euro erstellt. Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir das vom Bewertungsgutachter in elektronischer Form zur Verfügung gestellte Bewertungsmodell sowie die Gutachtliche Stellungnahme (inklusive vorhergehender Entwürfe) herangezogen. Zu Einzelfragen wurde uns jeweils mündlich oder ggf. in schriftlicher Form Auskunft erteilt.

Bei der Beurteilung der methodischen Vorgehensweise haben wir geprüft, ob die Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 beachtet worden sind. Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand der Arbeitsunterlagen des Bewertungsgutachters sowie öffentlich zugänglicher Kapitalmarktdaten geprüft. Auf der Grundlage der Prüfungsberichte zu den Jahresabschlüssen und der Befragung der uns benannten Auskunftspersonen haben wir untersucht, ob nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu erfassen ist. Auf Basis unserer Prüfungshandlungen verfügen weder die CONET Technologies AG noch ihre Tochtergesellschaften über nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Als Sonderwert wurde ein aus Körperschaftssteuerguthaben resultierender Auszahlungsanspruch in Höhe von insgesamt EUR 823,89 angesetzt.

Bei der Überprüfung der Ertragswertermittlung haben wir folgende Prüfungsschwerpunkte festgelegt:

- zutreffende Anwendung des IDW S 1 i.d.F. 2008,
- Plausibilität der Planungsrechnung und der jeweiligen Planungsannahmen,

- sachgerechte Würdigung der Ist-Ergebnisse zum 31. August 2017,
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses,
- Aufteilung des Unternehmenswertes auf Stamm- und Vorzugsaktien unter Berücksichtigung der satzungsmäßigen Gewinnverteilung,
- Auswirkungen des steuerlichen Einlagekontos,
- Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes, insbesondere des Betafaktors und des Wachstumsabschlags.

Die wesentlichen für die Bewertung relevanten Punkte haben wir im Verlauf der Prüfung mit dem Bewertungsgutachter PwC diskutiert.

Da sich die CONET Technologies AG bis zum Ende der Detailplanungsphase im Planjahr 2020/21 noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet, hat der Bewertungsgutachter ergänzende Überlegungen angestellt. Insbesondere wurde hierbei dem Umstand Rechnung getragen, dass die CONET Technologies AG aufgrund der Entwicklung von Software zyklische Investitionen und Abschreibungsverläufe sowie zyklisch bedingt verstärkte Vertriebsaktivitäten aufweist. Die über das Ende der Detailplanungsphase andauernden Entwicklungen wurden in der Ableitung der ewigen Rente implizit berücksichtigt. Darüber hinaus wurden vom Bewertungsgutachter die Erkenntnisse der Markt- und Wettbewerbsanalyse, des Geschäftsverlaufs in der Vergangenheit und die Einschätzungen des Vorstands zur nachhaltigen Entwicklung gewürdigt. Die Ableitung der erwarteten nachhaltigen Entwicklung haben wir analysiert.

Im Zusammenhang mit der Ableitung des Betafaktors wurde die Zusammensetzung der Peer Group, die unterschiedlichen Abgrenzungen des Beobachtungszeitraumes, die Systematik der Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos sowie die Intervallbildung für die Renditeberechnung mit dem Bewertungsgutachter erörtert. Unsere diesbezüglichen Analysen sind in Abschnitt E.III.4.bb) dargestellt. Die Ableitung des Betafaktors durch den Bewertungsgutachter ist nachvollziehbar und sachgerecht.

Da die CONET Technologies AG über ein steuerliches Einlagekonto im Sinne von § 27 Abs. 1 KStG verfügt, könnten Ausschüttungen der Gesellschaft an ihre Anteilseigner bei Eintritt gewisser Bedingungen steuerfrei sein. Die sachgerechte Abbildung möglicher Steuervorteile der Anteilseigner bei der Ermittlung des Ertragswerts der CONET Technologies AG, haben wir geprüft. Aufgrund der gegebenen Konstellation ist das steuerliche Einlagekonto nicht nutzbar.

Zum Abschluss der Prüfungsarbeiten hat es zwischen dem Bewertungsgutachter PwC und Ebner Stolz keine Meinungsunterschiede gegeben. Dementsprechend ist unser Prüfungsbericht in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung.

## **E. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen**

Die in Abschnitt C. erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen Rahmen, der im Einzelfall zu konkretisieren ist. Von der Angemessenheit der Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze in die konkrete methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der CONET Technologies AG haben wir uns - wie im Folgenden erläutert - überzeugt.

Der Unternehmenswert der CONET Technologies AG wurde vom Bewertungsgutachter aus dem Ertragswert des laufenden Geschäfts abgeleitet. Diese konkrete Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Wert der CONET Technologies AG angemessen in einem Bewertungsmodell ab.

Die Durchführung der Bewertung haben wir in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Abzinsung der Überschüsse auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen.

### **I. Bewertungsobjekt**

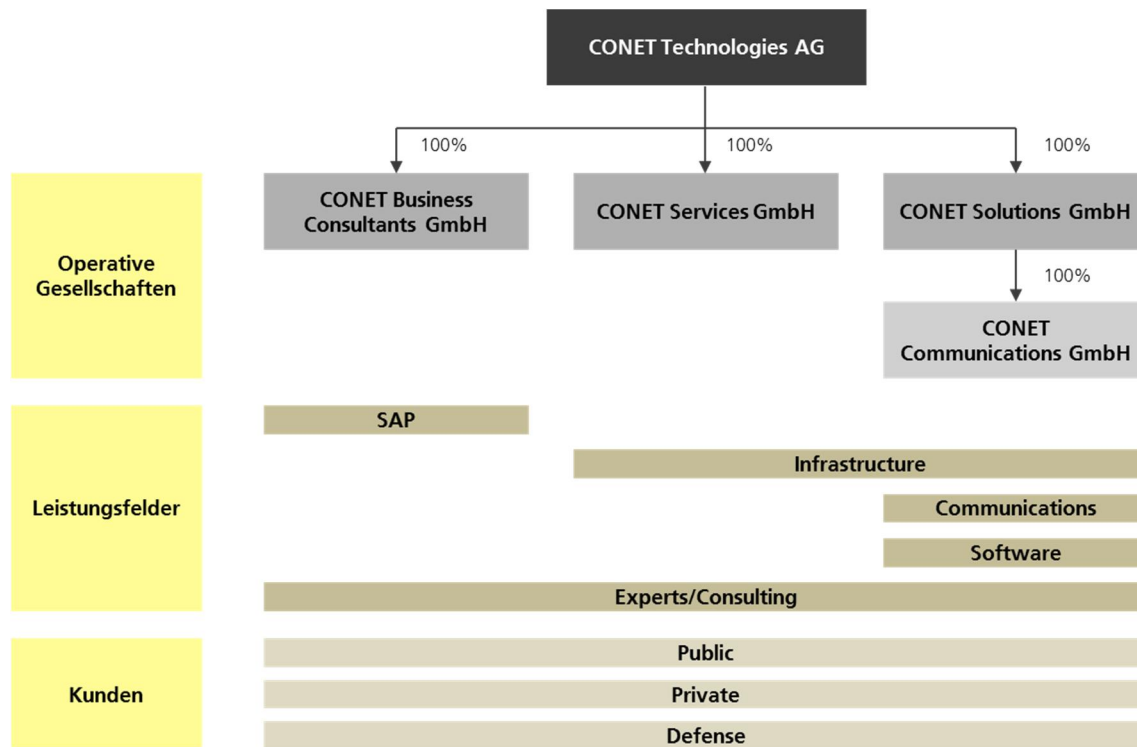
Unsere Prüfung bezieht sich auf die von der Conet Holding festgelegte Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär der CONET Technologies AG. Bewertungsobjekt ist folgerichtig die CONET Technologies AG einschließlich ihrer Beteiligungen.

Satzungsmäßiger Gegenstand der CONET Technologies AG ist der Erwerb, die Integration und die Verwaltung von Beteiligungen an Unternehmen mit dem Branchenfokus Information, Solutions und Technology sowie Personaldienstleistungen. Soweit gesetzlich zulässig, ist die Gesellschaft zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, den Geschäftszweck zu fördern, insbesondere zum Erwerb und zur Veräußerung von Grundstücken, zur Errichtung von Zweigniederlassungen im In- und Ausland, zum Erwerb, zur Verwaltung und zur Veräußerung von Beteiligungen an anderen Unternehmen sowie zum Abschluss von Unternehmensverträgen.

Zum Bewertungsstichtag besteht das Bewertungsobjekt neben der CONET Technologies AG, als Muttergesellschaft mit Holding-Funktion, aus vier weiteren operativ tätigen Unternehmen (zusammen „CONET-Gruppe“): CONET Business Consultants GmbH, Ludwigsburg (CONET Business Consultants GmbH), CONET Services GmbH, Hennef (CONET Services GmbH), CONET Solutions GmbH, Hennef (CONET Solutions GmbH) und CONET Communications GmbH, Wien (CONET Communications GmbH). Die CONET-Gruppe bietet IT-Dienstleistungen und IT-Lösungen in den Leistungsfeldern SAP, Infrastructure, Communications, Software und Experts/Consulting an. Das Leistungsangebot richtet sich an Kunden in den Bereichen „Public“, „Private“ und „Defense“.



Nachfolgende Darstellung zeigt die Beteiligungsstruktur in der CONET-Gruppe sowie Tätigkeits-schwerpunkte einzelner Gesellschaften:



Zwischen der CONET Solutions GmbH und der CONET Technologies AG besteht ein Gewinnabführungsvertrag.

Die CONET-Gruppe erzielte im Geschäftsjahr 2016/17 mit einem Anteil von 96,5 % den überwiegenden Teil der Umsatzerlöse in Deutschland. Lediglich 3,5 % der Umsatzerlöse wurden im Geschäftsjahr 2016/17 im europäischen Ausland erwirtschaftet.

Die Geschäftstätigkeit der Tochtergesellschaften stellt sich wie folgt dar:

- CONET Business Consultants GmbH

Die Geschäftstätigkeit der CONET Business Consultants GmbH erstreckt sich auf die SAP-Beratung/-Entwicklung sowie Beratung zum Geschäftsprozessmanagement, ebenfalls mit Schwerpunkt SAP. Die SAP-Beratung umfasst unter anderem die SAP-Architektur- und Technologieberatung, Beratung und Begleitung bei der Implementierung der SAP-Standardsoftware. Die klassischen Beratungsleistungen betreffen insbesondere Strategieberatung, betriebswirtschaftliche Fachkonzepte und Studien sowie Prozess- und Organisationsanalyse. Im Geschäftsjahr 2016/17 betrug die Gesamtleistung der CONET Business Consultants GmbH EUR 29,2 Mio.

- CONET Services GmbH  
Die Geschäftstätigkeit der CONET Services GmbH umfasst im Wesentlichen auf individuelle Kundenbedürfnisse abgestimmte IT-Infrastrukturlösungen unter Berücksichtigung der wachsenden Anforderungen an die Systemstabilität- und -verfügbarkeit. Im Einzelnen handelt es sich neben dem Betrieb von Rechenzentren und damit verbundenen Service-/Beratungsleistungen (Software as a Service, Platform as a Service und Infrastructure as a Service, Hosting-, ASP- und Cloud-Angeboten, Compliance und Disaster Recovery) auch um die Beratung und Unterstützung bei Migrationsprojekten, Einführung und Optimierung ITIL-basierter Prozesse (IT Infrastructure Library; auf Basis von Best Practices entwickelte Sammlung für IT-Service Management), Business Process Management sowie innovative IT-Betriebslösungen. Im Geschäftsjahr 2016/17 betrug die Gesamtleistung der CONET Services GmbH EUR 6,5 Mio.
- CONET Solutions GmbH  
Die Geschäftstätigkeit der CONET Solutions GmbH erstreckt sich überwiegend auf die Leistungsfelder Infrastructure, Communications und Software. Das Produktangebot umfasst Systemintegration, Migration und Virtualisierung der IT-Infrastruktur, Kommunikationslösungen und Applikationen sowie Softwareentwicklungen. Ergänzt wird das Angebot durch Consulting, technische und strategische Beratung bezüglich der IT-Sicherheit, Datenschutzfragen, Mobilität u. a. Im Geschäftsjahr 2016/17 betrug die Gesamtleistung der CONET Solutions GmbH EUR 44,9 Mio.
- CONET Communications GmbH  
Die Gesellschaft mit Sitz in Wien/Österreich bietet Kommunikationslösungen für das Kundenmanagement in Call- und Service Centern an. Dazu zählen die Konzeption und Einführung von IP-basierter Kommunikation, Kundenmanagement (Service/Call/Unified Center), Applikationen sowie Funkintegration und die Konferenzplattform für Leitstellen und Notrufzentralen. Im Geschäftsjahr 2016/17 betrug die Gesamtleistung der CONET Communications GmbH EUR 1,0 Mio.

In der Hauptversammlung der CONET Technologies AG wurde am 30. Juni 2016 beschlossen, dass mittels einer verhältnismäßigen Abspaltung zur Neugründung Teile des Vermögens, nämlich Geschäftsanteile an der Questax GmbH, Frankfurt, auf die neu gegründete Questax Holding AG, Hennef, gegen Gewährung von Anteilen übertragen werden. Aufgrund dieser Abspaltung ist die Darstellung im Konzernabschluss der CONET Technologies AG für die Geschäftsjahre 2014/15 und 2015/16 mit dem Geschäftsjahr 2016/17 nur eingeschränkt vergleichbar.

## **II. Bewertungsstichtag**

Als Bewertungsstichtag für die angemessene Abfindung ist der 20. Dezember 2017 gewählt worden. Dies ist nach § 327b Abs. 1 AktG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die ordentliche Hauptversammlung der CONET Technologies AG über die Übertragung der Aktien beschließen soll.

Der Bewertungsgutachter hat als technischen Bewertungsstichtag den 31. März 2017 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde der so ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag 20. Dezember 2017 aufgezinst.

Unter Berücksichtigung eines Zinssatzes von 7,18 % und 264 Tagen bis zur ordentlichen Hauptversammlung der CONET Technologies AG ergibt sich der folgende Aufzinsungsfaktor:

$$1,0514 = (1 + 7,18 \%)^{264/365}$$

Diese Berechnung halten wir für sachgerecht und sie entspricht der üblichen Vorgehensweise. Wir haben uns von der rechnerischen Richtigkeit der Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag überzeugt.

In diesem Zusammenhang sei angemerkt, dass die Festlegung eines technischen Stichtags samt Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag zu dem gleichen Ergebnis führt wie eine direkte Diskontierung der Nettoeinnahmen auf den Bewertungsstichtag.

### **III. Ertragswert**

#### **1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse**

Wir haben die historischen Ergebnisse der CONET Technologies AG analysiert und mit den Erläuterungen durch den Vorstand der Gesellschaft abgeglichen. Zudem haben wir die angesetzten Bereinigungen der historischen Ergebnisse auf Vollständigkeit und Richtigkeit überprüft sowie die Gründe der Umsatz- und Ergebnisentwicklung in der Vergangenheit nachvollzogen.

##### **a) Entwicklung der Vergangenheit**

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung der CONET Technologies AG wurden ausgehend von den Konzernabschlüssen die Vergangenheitsergebnisse analysiert und Aufwendungen und Erträge soweit aufgegliedert, bereinigt und erläutert, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen erkennbar zu machen. Für die Vergangenheitsanalysen standen uns die geprüften Konzernabschlüsse der CONET Technologies AG für die Geschäftsjahre 2014/15 bis 2016/17 zur Verfügung. Ausgehend von den testierten Konzernabschlüssen wurden die Jahre 2014/15 und 2015/16 entsprechend dem Konzernkreis des Geschäftsjahres 2016/2017 um den abgespalteten Teilkonzern der Questax-Gruppe zutreffend bereinigt. Der Bewertungsgutachter stellt dar, dass in dieser pro-forma-Darstellung neben der CONET Technologies AG die CONET Business Consultants GmbH, die CONET Services GmbH, die CONET Solutions GmbH und die CONET Communications GmbH enthalten sind.

Auf Basis der pro-forma-Abschlüsse für 2014/15 und 2015/16 sowie des testierten Konzernabschlusses für 2016/17 haben wir die Analysen des Bewertungsgutachters geprüft und die Entwicklung der Gesellschaft in der Vergangenheit nachvollzogen. Wir halten die Bereinigung der Geschäftsjahre 2014/15 und 2015/16 um die Effekte aus der Questax-Gruppe für sachgerecht.

Eine ausführliche Erläuterung der Entwicklung der CONET Technologies AG in den Geschäftsjahren 2014/15 bis 2016/17 findet sich in der Gutachtlichen Stellungnahme von PwC in Abschnitt C.IV.3.c. Wir haben diese Erläuterungen auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen nachvollzogen und halten die Feststellungen des Bewertungsgutachters, insbesondere zu den Ursachen der Erlös- und Ergebnisentwicklung, für sachgerecht. Die in der Gutachtlichen Stellungnahme dargestellten Entwicklungen beziehen sich auf die wesentlichen Werttreiber des Geschäftsmodells der CONET Technologies AG.

#### **b) Ermittlung eines bereinigten EBITDA/EBIT**

Die Gutachtliche Stellungnahme von PwC enthält in Abschnitt C.IV.4. Erläuterungen zu den Bereinigungen wesentlicher außergewöhnlicher und/oder periodenfremder Sondereffekte auf Konzernebene der CONET Technologies AG. Ausgangspunkt ist hierbei für die Geschäftsjahre 2014/15 und 2015/16 die pro-forma-Ertragslage sowie für das Geschäftsjahr 2016/17 der geprüfte Konzernabschluss der CONET Technologies AG. Wir haben diese Bereinigungen auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen nachvollzogen. Inhaltlich handelt es sich bei den Bereinigungen um Sachverhalte, die aufgrund ihrer einmaligen, nicht wiederkehrenden oder periodenfremden Natur nicht repräsentativ für die Ertragskraft der CONET Technologies AG sind (WP-Handbuch 2014, Band II, Abschn. A, Tz. 256 ff.).

Die bereinigten Werte dienen als Ausgangspunkt der Plausibilisierung der uns vorgelegten Plan-Gewinn- und Verlustrechnung. Einen direkten Einfluss auf die zu kapitalisierenden Ergebnisse im Planungszeitraum haben die Bereinigungen der Vergangenheitswerte nicht.

Die Bereinigungen betreffen folgende Sachverhalte:

Bereinigungen	2014/15 TEUR	2015/16 TEUR	2016/17 TEUR
<b>Gesamtleistung</b>	<b>54.411</b>	<b>62.476</b>	<b>75.598</b>
<b>EBITDA (unbereinigt)</b>	<b>4.354</b>	<b>7.198</b>	<b>10.645</b>
EBITDA-Marge (unbereinigt)	8,0%	11,5%	14,1%
<b>EBIT (unbereinigt)</b>	<b>2.004</b>	<b>5.588</b>	<b>8.226</b>
EBIT-Marge (unbereinigt)	3,7%	8,9%	10,9%
<b>Erträge</b>			
Auflösung von Rückstellungen	0	220	851
Ansprüche aus Rückdeckungsversicherung	0	0	118
Auflösung passiver Unterschiedsbetrag	0	0	263
	<u>0</u>	<u>220</u>	<u>1.232</u>
<b>Aufwendungen</b>			
Einzelwertberichtigung Darlehen	300	0	0
Abfindungen	0	200	287
Zuführung der nicht verbrauchten Rückstellungen - Personal -	144	444	0
Zuführung der nicht verbrauchte Rückstellungen - sonstige -	47	133	0
Anpassung Pensionsverpflichtung	0	0	200
Restrukturierungsaufwand - Personal -	0	0	191
Restrukturierungsaufwand - Sonstige -	0	0	580
Zuführung zu Wertberichtigungen/Forderungsverluste	75	0	75
Sonstige einmalige Effekte	39	255	89
	<u>605</u>	<u>1.032</u>	<u>1.422</u>
Summe Bereinigung auf EBITDA-Ebene	605	812	190
<b>EBITDA (bereinigt)</b>	<b>4.959</b>	<b>8.010</b>	<b>10.835</b>
EBITDA-Marge (bereinigt)	9,1%	12,8%	14,3%
<b>Abschreibungen</b>			
Außerplanmäßige Abschreibungen Software	505	0	177
<b>EBIT (bereinigt)</b>	<b>3.114</b>	<b>6.400</b>	<b>8.593</b>
EBIT-Marge (bereinigt)	5,7%	10,2%	11,4%

Im Wesentlichen handelt es sich um die Auflösungen von Rückstellungen (GJ 2016/17), deren Zuführung im Vorjahr (GJ 2015/16) folgerichtig eliminiert wurde. Die Sachverhalte betreffen überwiegend die variable Mitarbeitervergütung, Gewährleistungsrückstellung und Rückstellungen für Rechtsberatung. Unter der Position Abfindung sind die Abfindungszahlungen für einen ehemaligen Vorstand erfasst. Die Restrukturierungsaufwendungen des Geschäftsjahres 2016/17 umfassen im Wesentlichen die Personalkosten des aufgegebenen Geschäftsbereichs der CONET Informertec GmbH, Hennef (CONET Informertec GmbH) sowie Rechts- und Beratungskosten aus der durchgeführten Abspaltung der Questax-Gruppe. Daneben sind im Geschäftsjahr 2016/17 einmalige Personalbeschaffungskosten angefallen.

Die Auflösung des passivischen Unterschiedsbetrages im Geschäftsjahr 2016/17 resultiert aus dem erfolgten Hinzuerwerb der Anteile an der CONET Business Consultants GmbH und der CONET Services GmbH.

Bei den sonstigen einmaligen Effekten handelt es sich um einzelne, betragsmäßig kleinere Sachverhalte, die in einer Summe zusammengefasst wurden.

Bei der Bereinigung der Abschreibungen auf Ebene des EBIT handelt es sich jeweils um eine Sonderabschreibung auf immaterielle Vermögensgegenstände. In Zusammenhang mit der Einstellung der Softwareentwicklungen bei der CONET Solutions GmbH wurden 2014/15 TEUR 505 außerplanmäßig abgeschrieben. Im Zuge der Verschmelzung der CONET Services GmbH mit der CONET Informertec GmbH und der Einstellung der bisherigen betrieblichen Tätigkeit der CONET Informertec GmbH wurde eine Sonderabschreibung in Höhe von TEUR 177 vorgenommen.

Wir haben die Bereinigungen auf Wesentlichkeit und Richtigkeit überprüft sowie die Gründe der Umsatz- und Ergebnisentwicklungen in der Vergangenheit nachvollzogen. Auf Basis der uns erteilten Erläuterungen und unserer Prüfungshandlungen haben wir keine Sachverhalte festgestellt, die über die vom Bewertungsgutachter berücksichtigten Posten hinaus einer Bereinigung bedürft hätten. Wir halten die vorgenommenen Bereinigungen für sachgerecht.

### **c) Planungstreue in der Historie**

Um Informationen darüber zu erhalten, wie belastbar die Erfolgsplanung der CONET Technologies AG ist, stellen wir im Folgenden für die Geschäftsjahre 2014/15 bis 2016/17 die budgetierten Kennzahlen den realisierten und bereinigten Ist-Werten gegenüber und analysieren die Ursachen für eventuelle Abweichungen.

Da in den Planungen der Vorjahre jeweils noch Gesellschaften der abgespaltenen Questax-Gruppe enthalten waren, konnten auskunftsgemäß die konsolidierten Vorjahreszahlen der Planungsrechnungen für das Bewertungsobjekt nicht zuverlässig ermittelt werden. Aus diesem Grund wurden uns für die Jahre 2014/15 und 2015/16 Plan-/Ist-Zahlen für die CONET-Gruppe zur Verfügung gestellt, in denen die Questax-Gruppe noch enthalten war. Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue auf dieser Basis durchgeführt und in der Gutachtlichen Stellungnahme in Abschnitt C.V.3. dargestellt.

Ergänzend dazu haben wir für die Geschäftsjahre 2014/15 und 2015/16 eine Analyse der unkonsolidierten Zahlen auf Basis der Summen-Gewinn- und Verlustrechnung durchgeführt, wobei wir den Konsolidierungskreis auch für diese Jahre so abgegrenzt haben, wie er sich im Geschäftsjahr 2016/17 darstellt. Im Ergebnis haben wir Plan- und Ist-Zahlen ohne die Questax-Gruppe analysiert. Eine Unschärfe ergibt sich insoweit, dass die analysierten Werte die Leistungsbeziehungen zwischen den Unternehmen der CONET-Gruppe beinhalten. Die Planzahlen haben wir den Einzelplanungen der jeweiligen Gesellschaft entnommen. Die Ist-Zahlen entsprechen dem Einzelabschluss der jeweiligen Gesellschaft.

Grundsätzlich werden die Summen-Ist-Zahlen um die Einmaleffekte bereinigt, da diese in den Planzahlen regelmäßig nicht enthalten sind<sup>1</sup>. Damit wird aus unserer Sicht die Vergleichbarkeit der Beträge weitestgehend sichergestellt. Für die Analyse des Geschäftsjahres 2016/17 haben wir die bereinigten Ist-Zahlen den Plan-Zahlen jeweils nach Konsolidierung gegenübergestellt.

Folgende Übersicht gibt die nach diesem Schema ermittelten Zahlen wieder:

Plan-Ist Analyse	2014/15 vor Konsolidierung			2015/16 vor Konsolidierung			2016/17 Nach Konsolidierung		
	Summen- Plan	Ist (bereinigt)	Delta	Summen- Plan	Ist (bereinigt)	Delta	Summen- Plan	Ist (bereinigt)	Delta
Gesamtleistung (TEUR)	57.685	60.590	2.905	62.914	70.852	7.938	65.842	75.598	9.756
Rohrertrag I	45.293	44.610	-683	46.007	48.712	2.705	48.443	50.129	1.686
Rohrertrag I - Marge	78,5%	73,6%	-4,9%	73,1%	68,8%	-4,3%	73,6%	66,3%	-7,3%
EBITDA (TEUR)	3.967	4.359	392	4.694	8.009	3.315	8.985	10.835	1.850
EBITDA-Marge	6,9%	7,2%	0,3%	7,5%	11,3%	3,8%	13,6%	14,3%	0,7%
EBIT (TEUR)	2.793	2.798	5	3.261	6.683	3.422	6.982	8.416	1.434
EBIT-Marge	4,8%	4,6%	-0,2%	5,2%	9,4%	4,2%	10,6%	11,1%	0,5%

Im Betrachtungszeitraum wurde die Gesamtleistung zum Teil deutlich übertroffen. Allerdings veränderte sich mit steigender Gesamtleistung auch die Kostenstruktur. Diese Entwicklung kommt insbesondere auf Ebene des Rohertrages I und beim EBITDA zum Ausdruck.

Im **Geschäftsjahr 2014/15** lag die Gesamtleistung um TEUR 2.905 (+ 5 %) über Plan. Davon entfallen TEUR 1.183 auf aktivierte Eigenleistungen, die nicht geplant wurden, jedoch in der Ist-Gesamtleistung enthalten sind. Die verbleibende Erhöhung der Gesamtleistung resultierte im Wesentlichen aus einem über den Erwartungen liegenden Auftragseingang bei der CONET Solutions GmbH und der CONET Services GmbH. Andere Gesellschaften der CONET-Gruppe entwickelten sich hingegen leicht unterplanmäßig. Der Anstieg der Gesamtleistung wurde im Wesentlichen durch den verstärkten Einsatz von externen Dienstleister (Freelancer) vollzogen. Im Bereich der Materialaufwendungen kam es daher zu einem überproportionalen Anstieg und zu einer Planüberschreitung um 35 %. Der Rohertrag I verringerte sich gegenüber der Planung um TEUR 683. Im Bereich der eigenen Mitarbeiter wurde kein Aufbau der Mitarbeiterzahlen vorgenommen. Der geplante Personalaufwand wurde daher unterschritten und es kam zu einem Rückgang der Personalaufwandsquote. Unter Berücksichtigung der höheren Abschreibungen ergab sich ein EBIT, das nahezu auf Planniveau ausfiel.

Auch im **Geschäftsjahr 2015/16** lag die Gesamtleistung der CONET-Gruppe mit TEUR 7.938 (+ 13 %) deutlich über dem Plan. Die nicht geplanten aktivierten Eigenleistungen lagen bei TEUR 1.603. Neben der CONET Solutions GmbH (inkl. CONET Communication GmbH) und der CONET Services GmbH konnte auch die CONET Business Consultants GmbH in diesem Geschäftsjahr die Planziele übertreffen.

<sup>1</sup> Auskunftsgemäß waren die wesentlichen Bereinigungen nicht in den Planzahlen enthalten.

Ursächlich für diese Entwicklung war die auskunftsgemäß sehr gute Auftragslage, die in diesem Umfang nicht absehbar war. Bei der CONET Solutions GmbH zeigte sich der Dienstleistungsbereich besonders stark, während das Lizenzgeschäft aufgrund zeitlicher Verschiebungen von Auftragsabschlüssen unter den Planerwartungen lag. Bei der CONET Business Consultants GmbH waren insbesondere zwei Großprojekte für die erfreuliche Entwicklung verantwortlich. Im Zusammenhang mit dem Umsatzanstieg stiegen auch die Aufwendungen für bezogene Leistungen signifikant an. Der Rohertrag I lag daher um TEUR 2.705 über dem Planwert. Getragen von einer verbesserten Mitarbeiterauslastung entwickelten sich die Personalaufwendungen gegenüber dem Plan unterproportional. Das EBITDA fiel daher um TEUR 3.315 höher aus als geplant. Die geplante EBIT-Marge von 5,2 % wurde mit einem realisierten Ist-Wert von 9,4 % deutlich übertroffen. Ursächlich für diesen Margenanstieg war die gegenüber der Planung erzielte Verbesserung der Mitarbeiterauslastung. Darüber hinaus fand ein Anstieg margenstarker Umsatzerlöse statt, der in diesem Umfang nicht erwartet wurde.

Im **Geschäftsjahr 2016/17** wurde die Gesamtleistung mit TEUR 9.756 (+ 14,8 %) gegenüber dem Plan deutlich übertroffen. Im Wesentlichen ist dies jedoch auf die nicht geplante Bestandserhöhung für langlaufende Projekte in Höhe von TEUR 8.195 bei der CONET Solutions GmbH und der CONET Business Consultants GmbH zurückzuführen. Wie in den vorangegangenen Geschäftsjahren sorgte der Anstieg der Gesamtleistung für eine entsprechende Erhöhung der bezogenen Leistungen. Der Rohertrag I erhöhte sich gegenüber der Planung daher nur um TEUR 1.686. Da sich die übrigen Aufwendungen weitgehend planmäßig entwickelten, verändert sich die Abweichung auf Ebene des EBITDA mit TEUR 1.850 nicht wesentlich gegenüber dem Rohertrag I. Trotz der bereits hohen Auslastung eigener Mitarbeiter im Geschäftsjahr 2015/16 konnte eine weitere Optimierung erzielt werden. Die EBIT-Marge in Höhe von 11,1 % fiel daher um rund 0,5 %-Punkte oberhalb der Erwartungen aus. Das EBIT lag damit um TEUR 1.434 über der Planung.

Die dargestellte Analyse der Planungstreue im Betrachtungszeitraum verdeutlicht, dass die Abweichungen gegenüber der Planung in hohem Maße von der Umsatzentwicklung und den korrespondierenden Aufwendungen für bezogene Leistungen sowie der Auslastung eigener Mitarbeiter abhängig sind. Insbesondere die Auslastungsoptimierung der eigenen Mitarbeiter sorgte in der Vergangenheit für eine überproportionale Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge. Auskunftsgemäß ist aber mit dem im Geschäftsjahr 2016/17 erreichten Auslastungsgrad eigener Mitarbeiter ein Wert erreicht, mit dem das Optimierungsvolumen weitgehend ausgeschöpft ist. Signifikante Plan-Ist-Abweichungen aufgrund der Realisierung weiterer Auslastungsoptimierungen sind für die kommenden Planjahre daher nicht mehr zu erwarten. Darüber hinaus führte der im Betrachtungszeitraum erfolgte Bestandsaufbau im Zusammenhang mit langlaufenden Großprojekten zu Abweichungen, da dieser Anstieg planungsseitig nicht berücksichtigt war.

Insgesamt sind die Planüberschreitungen im Betrachtungszeitraum den Erfolgen im Bereich des Vertriebs, der Beauftragung von langfristigen Projekten, der Entwicklung neuer Produkte sowie der Auslastungsoptimierung eigener Mitarbeiter geschuldet. Darüber hinaus wirkten sich Effekte aus, die durch die CONET-Gruppe nur eingeschränkt im Rahmen der Planungerstellung prognostiziert werden konnten.



In den ersten fünf Monaten des Geschäftsjahres 2017/18 entwickelte sich die CONET-Gruppe unterplanmäßig. Trotz der Berücksichtigung saisonaler Effekte, liegt das EBIT in diesem Zeitraum um 22,3 % unterhalb der Planung. Dies deutet auf einen höheren Ambitionierungsgrad der Planung der CONET-Gruppe hin.

Hinweise auf systematische Planungsfehler können aus der Entwicklung der abgelaufenen Geschäftsjahre nicht abgeleitet werden. Auf Basis unserer Prüfungshandlungen haben wir daher keine Anhaltspunkte dafür gewonnen, dass die Unternehmensplanung der CONET-Gruppe für Zwecke der Unternehmensbewertung ungeeignet ist.

## **2. Markt- und Wettbewerbsumfeld**

Neben einer Analyse der Vergangenheitszahlen dient zum Grundverständnis für die Plausibilisierung einer Unternehmensplanung die Kenntnis des für das Bewertungsobjekt relevanten Markt- und Wettbewerbsumfelds. In der Gutachtlichen Stellungnahme von PwC ist in Abschnitt C.IV.2. eine ausführliche Beschreibung des für die CONET-Gruppe relevanten Markt- und Wettbewerbsumfelds enthalten. Auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie eigener Recherchen haben wir diese Markt- und Wettbewerbsbeschreibung einer Analyse unterzogen und um eigene Analysen ergänzt.

Im Hinblick auf die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft fokussieren wir unsere Analyse im Folgenden auf den europäischen bzw. deutschen Markt für IT-Services. Der Bewertungsgutachter stellt zusätzlich das weltweite Marktumfeld dar. Wir haben diese Analysen anhand der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie eigener Recherchen nachvollzogen.

### **a) Gesamtwirtschaftliche Entwicklung**

Die deutsche Wirtschaft befindet sich auf einem stabilen Wachstumspfad. Laut dem Internationalen Währungsfonds (IWF) ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands im Jahr 2016 um 1,9 % gewachsen. Im Euroraum liegt die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate für 2016 bei 1,8 %. Weltweit konnte ein Wachstum von 3,2 % erreicht werden. Insbesondere die asiatischen Länder China (6,7 %) und Indien (7,1 %) haben einen positiven Einfluss auf das Wachstum der Weltwirtschaft.

Dementsprechend positiv fallen auch die Prognosen für die nächsten Jahre aus. Für Deutschland wird ein Wachstum des BIP von ca. 2,1 % in 2017 erwartet. Im Euroraum beträgt die erwartete Wachstumsrate für 2017 ebenfalls 2,1 %. Weltweit zeigen sich deutlich höhere Prognosewerte von 3,6 % (2017) und 3,7 % (2018). Dabei wird die Weltwirtschaft sowohl durch die entwickelten Industrienationen als auch durch die Schwellenländer in positivem Maße beeinflusst. Insbesondere der stetig wachsende Welthandel beflügelt die Erwartungen für die nächsten Jahre. 2016 ist der weltweite Handel um 2,4 % gewachsen. Für die Jahre 2017 und 2018 wird laut IWF ein Anstieg des Welthandels um 4,2 % und 4,0 % erwartet.

Ausweislich der Deutschen Bundesbank blieb im Jahr 2016 der private Verbrauch im Inland angesichts der nach wie vor günstigen Arbeitsmarkt- und Einkommensperspektiven weiterhin auf Expansionskurs. Die privaten Konsumausgaben stiegen im Vergleich zum Vorjahr um 2,8 % auf EUR 1.682 Mrd. an. Die anhaltend rückläufige Arbeitslosenquote erreichte im Mai 2017 einen Wert von 3,8 %, während die Arbeitslosigkeit in den Vorjahren noch bei 5,0 % (2014), 4,6 % (2015) und 4,1 % (2016) lag. Für die Zukunft prognostiziert die Deutsche Bundesbank eine weiterhin günstige Beschäftigungsentwicklung. Für die Euro-Zone stellt sich die Entwicklung ebenfalls weiterhin positiv dar. Im zweiten Quartal 2017 legte die Wirtschaft um 0,6 % gegenüber dem ersten Quartal zu. Zudem befindet sich die Arbeitslosenrate in der Währungsunion mittlerweile auf dem niedrigsten Stand seit Februar 2009.<sup>2</sup>

Nachdem die Federal Reserve (Fed) Ende 2016 bereits die Zinswende für die USA eingeleitet hat, ist ein Ausstieg seitens der EZB aus der ultralockeren Geldpolitik, die aufgrund der verbesserten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zuletzt immer wieder diskutiert wurde, zunächst ausgeblieben. Der EZB-Rat beschloss in seiner Sitzung vom 20. Juni 2017 den Leitzins weiter bei 0,00 % zu belassen und bestätigte zudem, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten, der aktuell Ankäufe von Unternehmensanleihen, Staatsanleihen, Covered Bonds sowie Verbriefungen umfasst, im derzeitigen Umfang von monatlich EUR 60 Mrd. bis mindestens Ende Dezember 2017 fortgesetzt wird. Im August 2017 lag die Inflationsrate in der Eurozone bei 1,5 % gegenüber dem Vorjahresmonat und damit noch unterhalb des Mandats der EZB, welches eine Inflationsrate von mittelfristig unter, aber nahe 2,0 % vorsieht.

Per Referendum entschied die britische Bevölkerung am 23. Juni 2016 die Europäische Union zu verlassen. Für die deutschen Exporte und Importe von und nach Großbritannien könnte dies mögliche Rückgänge bedeuten, da die rechtlichen Rahmenbedingungen für die bilateralen Handelsbeziehungen neu gestaltet werden müssen. Dem statistischen Bundesamt zufolge exportierte Deutschland im Jahr 2016 Waren im Wert von EUR 86 Mrd. in das Vereinigte Königreich. Damit sind die Briten das dritt wichtigste Exportland Deutschlands (nach den USA und Frankreich mit EUR 107 Mrd. bzw. EUR 101 Mrd.). Die anhalten Austrittsverhandlungen stellen ein Novum für den europäischen Wirtschaftsraum dar. Die Folgen für die Konjunktur hängen stark von den Ergebnissen der Verhandlungen ab. Auch die außenwirtschaftlichen Absichten der neuen US Administration sind weiterhin schwer prognostizierbar und gemeinsam mit der anhaltenden Stärke des Euro gegenüber dem US-Dollar ein wichtiger Einflussfaktor auf die europäische Exportwirtschaft. Darüber hinaus könnte sich der Nordkorea-Konflikt trübend auf die weltweite Konjunktur auswirken.

---

<sup>2</sup> Vgl. Eurostat, 2017; <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8122510/2-01082017-AP-DE.pdf/3b8aa918-bf5f-462c-bbc0-b094d2169f94>, Stand 03.08.2017.

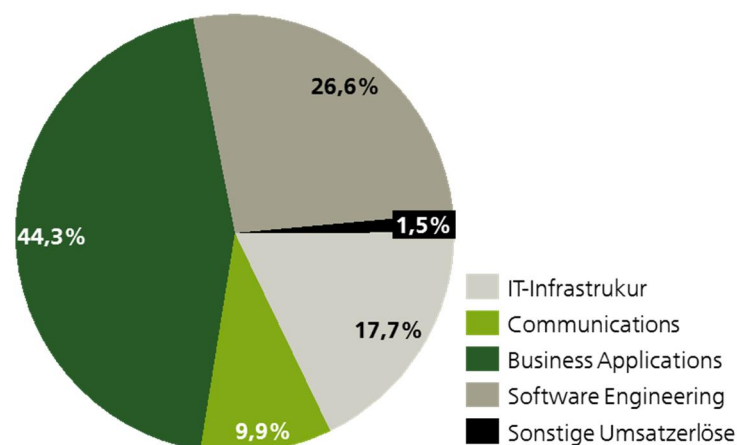
Vgl. Eurostat, 2017; <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/8121460/3-31072017-AP-DE.pdf/8f0f7951-1d1a-4547-a168-1f964cd311e4>, Stand 03.08.2017.

**b) Marktumfeld**

Als mittelständisch geprägtes IT-System- und Beratungshaus bietet die CONET-Gruppe dem „IT-Service Markt“ zurechenbare Dienstleistungen an. Zwar erwirtschaftet die Gesellschaft mit rund 96,5 % den überwiegenden Teil Ihrer Umsatzerlöse in Deutschland, jedoch sind auch internationale Entwicklungen und Trends der Branche von Relevanz für die CONET-Gruppe.

Die CONET-Gruppe bietet IT-Dienstleistungen in den Geschäftsfeldern Business Applications, Software Engineering sowie IT-Infrastruktur und Communications an. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016/17 zeigte sich die folgende Verteilung der Umsatzerlöse auf diese Geschäftsbereiche:

**Umsatzerlöse nach Geschäftsbereich Gj. 2016/17**



**c) Branchenstruktur und –umfeld**

Die Branchenstruktur stellt sich für die CONET-Gruppe als heterogen dar. Dies begründet sich in den unterschiedlichen Geschäftsbereichen bzw. durch die Gesellschaft angebotenen Dienstleistungen. Das vom Branchenverband BITKOM geschätzte Gesamtwachstum des Marktes für ITK-Dienstleistungen für das Jahr 2017 liegt bei 1,4 %, wobei dem Markt für Informationstechnik ein Wachstum von 2,7 % und dem Markt für Telekommunikation ein Rückgang von - 0,2 % gegenüber dem Vorjahr vorhergesagt wird.<sup>3</sup> Insbesondere das Projektgeschäft und die IT-Beratung werden als Wachstumstreiber der Branche angesehen. Auch in den vergangenen Jahren konnten IT-Beratungsdienstleistungen eine positive Entwicklung verzeichnen, was insbesondere auf die digitale Transformation in der deutschen Wirtschaft und Verwaltung zurückgeführt wird.

<sup>3</sup> Vgl. ITK-Marktzahlen BITKOM, März 2017

In Behörden und Verwaltungen wird die IT-Landschaft in den kommenden Jahren gravierenden Änderungen unterzogen. Ausdruck findet dies im Maßnahmenpaket „**IT-Konsolidierung Bund**“. Unter diesem Begriff wird die von der Bundesregierung geplante Konsolidierung der verwaltungseigenen Informationstechnik verstanden. Diese soll vor dem Hintergrund steigender Komplexität die Informationssicherheit und die Kontrollfähigkeit über die bundeseigene IT dauerhaft gewährleisten. Darüber hinaus soll durch die geplanten Maßnahmen zukünftig flexibler auf innovative technologische Trends reagiert werden können. Im Vordergrund steht dabei das Ziel einen leistungsfähigen, wirtschaftlichen, stabilen und zukunftsfähigen Betrieb sicherzustellen. Die „IT-Konsolidierung Bund“ lässt sich in drei Handlungsstränge unterteilen:

1. **Beschaffungsbündelung** (bis 2018): Bündelung und qualitative Verbesserung der IT-Beschaffung der unmittelbaren Bundesverwaltung in wenigen IT-Beschaffungsstellen.
2. **Betriebskonsolidierung** (bis 2022): Zusammenfassung von gegenwärtig 1.300 Rechenzentren und Serverräumen in wenige Rechenzentren.
3. **Dienstekonsolidierung** (bis 2025): Konsolidierung und Harmonisierung der bundeseigenen IT auf Anwendungsebene um Doppel- und Mehrfachentwicklungen von IT-Systemen mit gleichem Funktionsumfang zu vermeiden.

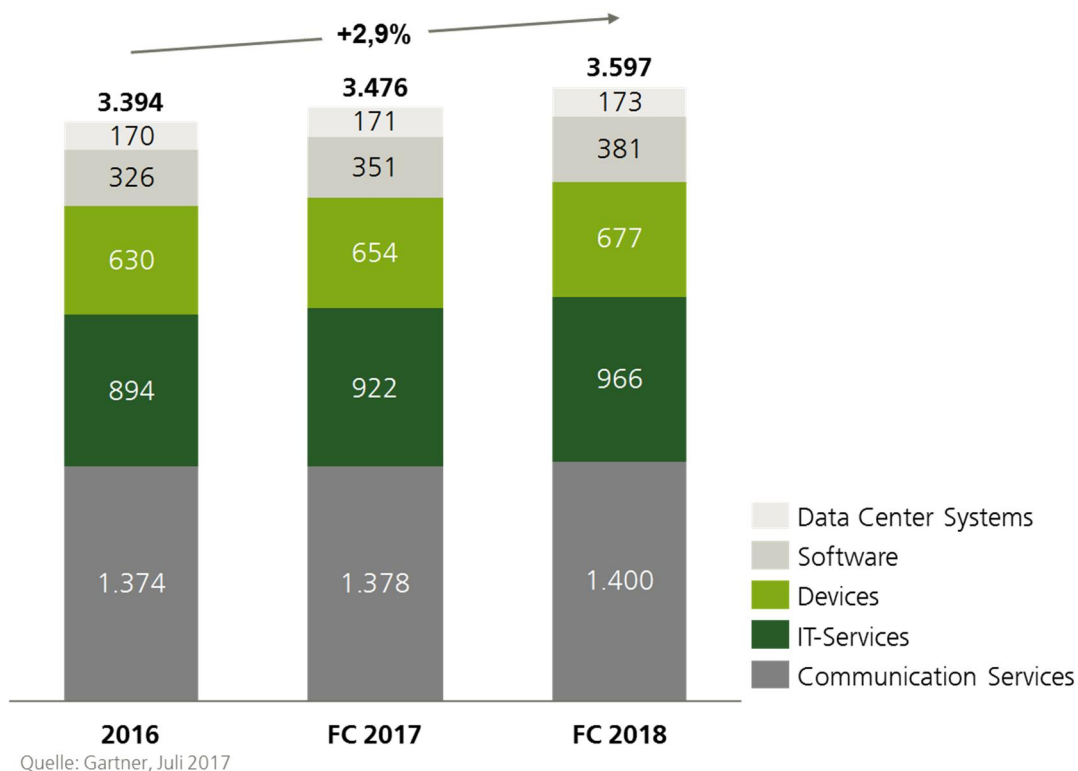
Die Digitalisierung der Industrie - zusammengefasst unter dem Begriff **Industrie 4.0** - bietet umfangreiche Chancen für IT-Beratungshäuser. Die Bundesregierung hat das Ziel bis zum Jahre 2025 Deutschland, weltweit zum führenden Anbieter und Nutzer von vernetzten und digitalisierten Fertigungsprozessen zu entwickeln.<sup>4</sup> Es ist davon auszugehen, dass dies die Nachfrage der deutschen Industrie nach hochwertigen Beratungsdienstleistungen mittelfristig bestimmen wird. Dies wird auch in Befragungen von CIOs von Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum deutlich.

Für die weltweiten IT-Ausgaben prognostiziert das Forschungsinstitut Gartner 2017 einen Anstieg um 2,5 % auf USD 3.500 Mrd. Die größten Wachstumsraten erzielen dabei die neben dem Segment Devices die für die CONET Technologies AG relevanten Segmente Enterprise Software mit einem Wachstum von 7,7 % (2016: 5,3 %) auf USD 351 Mrd. und IT-Services mit einer Wachstumsrate von 3,1 % (2016: 3,2 %) auf USD 922 Mrd. Für beide Segmente wird darüber hinaus ein weiterer Anstieg der Wachstumsraten im Jahr 2018 prognostiziert.

---

<sup>4</sup> Vgl. Jahreswirtschaftsbericht 2017 der Bundesregierung, S. 34f.

Forecast weltweite IT-Ausgaben (in Milliarden USD)



Die Entwicklung der für die CONET-Gruppe relevanten Märkte ist im Wesentlichen von den Aufträgen des deutschen Mittelstandes und der Öffentlichen Hand abhängig. Trends wie Cloud-Computing, Industrie 4.0, Mobile und Big Data definieren dabei bereits gegenwärtig die mittelfristigen Themen der digitalen Transformation. Als wichtiges Indiz für die Entwicklung des IT-Dienstleistungsmarktes gilt die IT-Budgetplanung der Kunden.<sup>5</sup> In einer Befragung unter 124 CIOs von deutschen, österreichischen und schweizerischen Unternehmen gab der überwiegende Anteil der Befragten an, für die Jahre 2017, 2018 und 2019 mit gegenüber dem Jahr 2016 steigenden IT-Budgets zu rechnen.<sup>6</sup> Dabei zeigt sich eine fortsetzende Tendenz der Mittelverwendung für den Betrieb, die Wartung und Pflege der bestehenden IT-Systeme. Für die Umsetzung von Innovationen werden im Durchschnitt lediglich rund 13,5 % der IT-Budgets geplant.

Die Umfrage verdeutlicht auch die zunehmende Bedeutung der Cloud: gaben 2016 die Befragten noch an, dass rund 33,6 % ihrer IT-Services aus cloudbasierten Lösungen stammen, waren es 2017 bereits 46,8 %.<sup>7</sup> Vor dem Hintergrund der IT-Sicherheit und insbesondere in Bezug auf potentiellen Zugriff auf Unternehmensdaten durch ausländische Behörden ziehen viele Befragte eine unternehmenseigene Cloud einer kommerziellen Lösung vor. Die Branche reagierte auf dieses Bedürfnis mit dem Aufbau neuer Rechenzentren in Deutschland und somit innerhalb des Wirkungsbereichs des Bundesdatenschutzgesetzes.

<sup>5</sup> Vgl. Lünendonk-Studie 2017, Der Markt für IT-Beratung und IT-Service in Deutschland, S. 16.

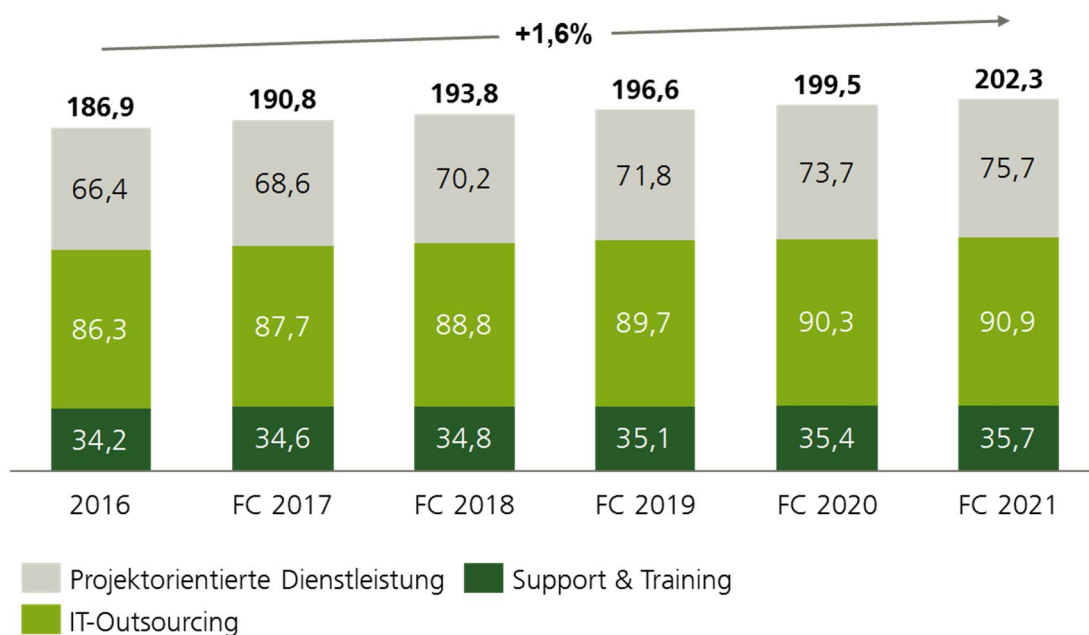
<sup>6</sup> Vgl. Capgemini (2017): Studie IT-Trends 2017, S. 9.

<sup>7</sup> Vgl. Capgemini (2017): Studie IT-Trends 2017, S. 21.

Die ab dem 25. Mai 2018 in Kraft tretende EU-Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO) soll zur Harmonisierung des EU-weiten Datenschutzes sorgen. Darüber hinaus sieht die Verordnung vor, dass auch für Anbieter aus Drittstaaten gemäß dem sogenannten Marktortprinzip die europäischen Regelungen bindend sind, sofern ihre Dienstleistungen innerhalb der EU angeboten werden.

Für Westeuropa wird der IT-Service-Branche bis in das Jahr 2021 ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum (CAGR) in Höhe von rund 1,6 % vorhergesagt. Wie vom Bewertungsgutachter sachgerecht dargestellt, sind dabei drei Bereiche für die CONET-Gruppe relevant. Unter dem Begriff „projektorientierte Dienstleistungen“ werden IT-Beratung, System Integration und Infrastruktur-Beratung zusammengefasst.

**Forecast westeuropäischer IT-Services Umsätze (in Mrd. USD)**



System Integration umfasst die Planung, Gestaltung sowie Implementierung von technischen Lösungen und ist aufgrund der zunehmenden Digitalisierung sowie der damit verbundenen Modernisierung von IT-Systemen eine gefragte Dienstleistung. IT-Beratung im Allgemeinen ist aufgrund der Dynamik der Themen ein sich rasch wandelnder Geschäftsbereich. Gegenwärtig stehen Beratungsleistungen zu den Themen Cyber Security, Cloud und Big Data im Fokus.

Unter IT-Outsourcing versteht man das Auslagern von einzelnen IT-Funktionen oder vollständigen IT-Prozessen an einen externen Dienstleister. Der Dienstleister übernimmt dabei im Auftrag des Kunden die Verantwortung für dessen IT-Systeme- und IT-Infrastrukturen.

Im Bereich Support und Training werden Dienstleistungen angeboten, bei denen es sich einerseits um IT-Schulungen bzw. um die für Trainingszwecke notwendigen Strukturen handelt. Andererseits werden in diesem Bereich verschiedene Supportdienstleistungen im Zusammenhang mit der Implementierung, Konfiguration und Nutzung von Hard- und Softwarelösungen zusammengefasst. Dies können beispielsweise der Betrieb eines IT-Help-Desk oder auch „on-site“-Support sein.

Die Ergebnisse des halbjährlich veröffentlichten Branchenbarometers des BITKOM bestätigen die positiven Umsatzaussichten für die Branche in Deutschland. Zum Halbjahr 2017 gaben 82 % der befragten Unternehmen an, dass steigende Umsätze für die zweite Jahreshälfte erwartet werden. Besonders optimistisch sind die Anbieter von IT-Dienstleistungen und Software, welche zu 86 % beziehungsweise 83 % steigende Umsätze erwarten.<sup>8</sup>

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 erwirtschafteten die 20 führenden mittelständischen IT-Beratungshäuser einen Umsatz von rund EUR 2,0 Mrd. und beschäftigten 15.200 Mitarbeiter. Eine Untersuchung kommt für das Jahr 2016 zu dem Ergebnis, dass von insgesamt 20 mittelständischen IT-Beratungen vier einen Umsatzanstieg von mehr als 30 % und weitere acht ein Umsatzwachstum von 10 % bis 30 % erreichten. Insgesamt zeigte sich bei lediglich einem Unternehmen ein rückläufiger Umsatz. Bei einem Ranking der 20 größten deutschen mittelständischen IT-Beratungs- und Systemintegrationsunternehmen nimmt die CONET Technologies AG den 13. Platz ein.<sup>9</sup>

#### **d) Prognostizierte Marktentwicklung**

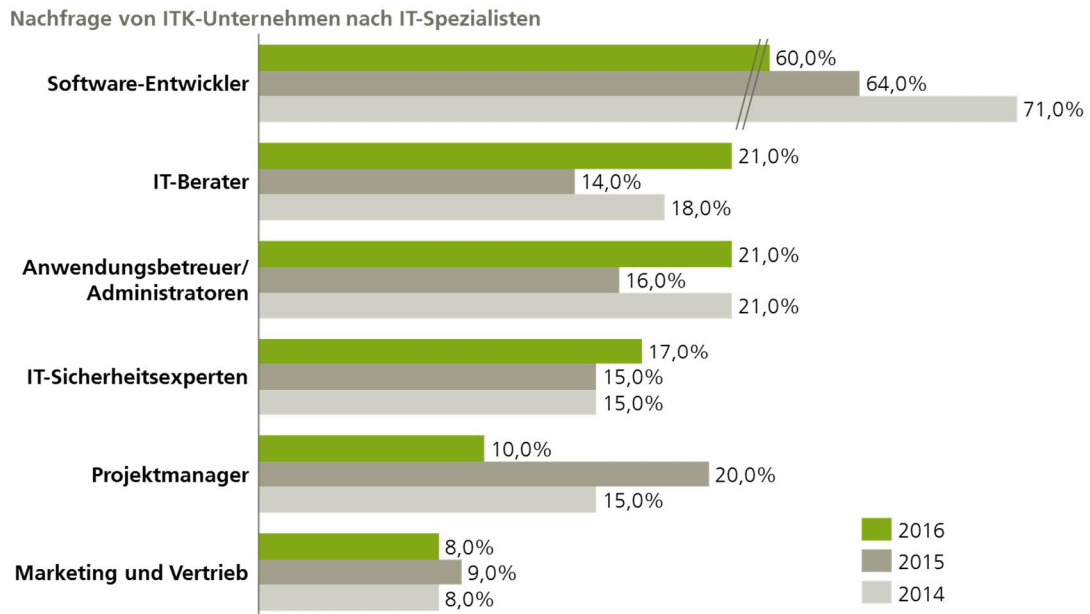
Eine Herausforderung für die CONET-Gruppe stellt die begrenzte Anzahl geeigneter Fachkräfte da. Insbesondere im Beratungsgeschäft und bei Softwareentwicklern werden nach Informationen des Branchenverbands BITKOM für das zukünftige Wachstum geeignete Mitarbeiter gesucht. Im Jahr 2016 waren demnach rund 51.000 Stellen unbesetzt, dies entspricht einer Steigerung von 18,6 % gegenüber dem Vorjahr.<sup>10</sup> Der Mangel an geeigneten Fachkräften in den Bereichen Data Analytics, IT-Security/Cyber-Security, Cloud und in Technologien wie SAP Hana stellt IT-Dienstleister vor eine Herausforderung und zeigt sich in deren erheblichen Rekrutierungsanstrengungen. Eine Befragung von Unternehmen der ITK-Branche kommt zu dem Ergebnis, dass Software-Entwickler im Fokus der Nachfrage stehen. Weiter geben die befragten Unternehmen an, dass insbesondere Software-Entwickler-Stellen im Zusammenhang mit Big Data zu besetzen sind.

---

<sup>8</sup> Vgl. <https://www.bitkom.org/Presse/Presseinformation/Bitkom-Branche-Acht-von-zehn-Unternehmen-erwarten-Umsatzplus.html>, Stand: 13. Oktober 2017

<sup>9</sup> Vgl. Lünendonk-Studie 2017, Der Markt für IT-Beratung und IT-Service in Deutschland, S.13.

<sup>10</sup> Vgl. BITKOM, Der Arbeitsmarkt für IT-Fachkräfte, 14. November 2016



Quelle: BITKOM, Der Arbeitsmarkt für IT-Fachkräfte, November 2016

Anm.: Mehrfachnennungen möglich

Zusammenfassend kann trotz positiver nachfrageseitiger Gesamtaussichten der anhaltende Fachkräftemangel eine Wachstumsbremse für die Branche darstellen. Die IT-Beratungsunternehmen sind auf geeignete Mitarbeiter angewiesen, um das auch in Zukunft wachsende Auftragsvolumen bewältigen zu können. Langfristig besteht aufgrund der demografischen Entwicklung die Gefahr, dass sich das Ungleichgewicht zwischen angebotenen und nachgefragten Qualifikationen weiter verschärft. Darüber hinaus könnten die hohe Innovationsdynamik und die Verkürzung der Produktlebenszyklen zu einem steigenden Preisdruck führen.



### **3. Planungsrechnung**

#### **a) Planungsprozess**

Die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung der CONET Technologies AG basiert auf der im Rahmen des regulären Planungsprozesses erstellten Planungsrechnung für das Budgetjahr 2017/18. Die darauf basierende Mehrjahresplanung bis zum Geschäftsjahr 2020/21 wurde vom Vorstand der Gesellschaft unter Berücksichtigung des erwarteten Geschäftsverlaufs entwickelt. Das jeweils folgende Geschäftsjahr (= Budgetjahr) wird mit einem höheren Detaillierungsgrad geplant als die folgenden Geschäftsjahre der Mehrjahresplanung.

Der formale Planungsprozess beginnt zum Ende des Kalenderjahres und endet im März des Folgejahres. Hierbei formulieren die Planungsverantwortlichen Zielvorgaben (Top Down) und geben diese an die einzelnen Business Units weiter. Die Vorgaben orientieren sich im Wesentlichen am Forecast des laufenden Geschäftsjahres, der Unternehmensstrategie sowie an den Erwartungen für die Markt- und Wettbewerbssituation.

Wesentlicher Bestandteil der Planung ist die Rohertrags-/Vertriebsplanung. Im Ergebnis dieser Planung ergibt sich der Rohertrag I. Der Planung der Umsatzerlöse wird dabei eine hohe Bedeutung beigemessen. Während die Planung der Umsatzerlöse im Falle der vorliegenden (Rahmen-) Verträge vergleichsweise zuverlässig erfolgen kann, besteht bei laufenden Angebotsprozessen sowie vorgesehenen Akquisemaßnahmen eine gewisse Unsicherheit. Die Herausforderung besteht hier in der Einschätzung der Erfolgchancen. Die Quantifizierung dieser Planerlöse erfolgt als Ergebnis des mit Eintrittswahrscheinlichkeiten geschätzten Auftragsvolumens.

Ebenfalls in den Rohertrag I fließen die geplanten Fremdleistungen ein. Die Planung des Rohertrags I orientiert sich an den zuvor definierten Erlösen.

Die Planung der eigenen Personalkosten ergibt sich aus der Anzahl der geplanten Mitarbeiter einer Business Unit zu ihren jeweiligen Stundensätzen, die sich wiederum aus den fixen und variablen Gehaltskomponenten ableiten lassen. Die Gehaltsentwicklung der betreffenden Planperiode wird ebenfalls berücksichtigt.

Die oben beschriebenen Planungsbestandteile je Business Unit werden zu der Planung der jeweiligen Gesellschaft (Legaleinheit) und sodann zu der Konzerngesamtplanung unter Berücksichtigung von Konsolidierungsbuchungen aggregiert. Bis zur abschließenden Freigabe der Planung durch den Vorstand erfolgen in der Regel mehrere Abstimmungsrunden (Gegenstromverfahren).

Im letzten Schritt wird die konsolidierte Unternehmensplanung für das Budgetjahr vom Vorstand beschlossen und vom Aufsichtsrat billigend zur Kenntnis genommen.

## b) Operative Planung

### Allgemeine Planungsplausibilisierung

In Interviews mit den Planungsverantwortlichen der CONET Technologies AG wurden uns das Geschäftsmodell, die Entwicklung der Vergangenheit sowie die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden Planungsprämissen erläutert. Wir haben die Prämissen der Unternehmensplanung im Rahmen dieser Interviews ausführlich hinterfragt. Auf Basis der Planwerte erfolgt die Ableitung des Unternehmenswertes der CONET Technologies AG, wie sie in der Gutachtlichen Stellungnahme von PwC in Abschnitt C.X. dargestellt ist.

Die Grundlage der Konzern-Planung stellt die vom Vorstand erstellte und vom Aufsichtsrat gebilligte Planung des Budgetjahres 2017/18 sowie die vom Vorstand erstellte und vom Aufsichtsrat gebilligte Dreijahresplanung dar. Die Planung des Budgetjahres 2017/18 der CONET Technologies AG wurde in der Aufsichtsratsitzung vom 26. Oktober 2017 durch den Aufsichtsrat der CONET Technologies AG billigend zur Kenntnis genommen.

Im Folgenden wird die prognostizierte Entwicklung der CONET Technologies AG für die Geschäftsjahre 2017/18 bis 2020/21 sowie die daran anschließende Phase II der Geschäftsjahre ab 2021/22 ff. dargestellt. Als Aufsatzpunkt stellen wir zusätzlich die bereinigten Ist-Zahlen für das Geschäftsjahr 2016/17 dar.

Erfolgsplanung	Ist (bereinigt) 2016/17		Phase I								Phase II	
	TEUR	%	2017/18		2018/19		2019/20		2020/21		ab 2021/22 ff.	
			TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%
Umsatzerlöse (inkl. Bestandsveränderung)	75.078	99,3%	88.256	99,4%	94.783	99,5%	100.970	99,5%	107.172	99,5%	-	-
Aktivierete Eigenleistung	520	0,7%	520	0,6%	520	0,5%	520	0,5%	520	0,5%	-	-
<b>Gesamtleistung</b>	<b>75.598</b>	<b>100,0%</b>	<b>88.776</b>	<b>100,0%</b>	<b>95.303</b>	<b>100,0%</b>	<b>101.490</b>	<b>100,0%</b>	<b>107.692</b>	<b>100,0%</b>	<b>108.900</b>	<b>100,0%</b>
Sonstige betriebl. Erträge	107	0,1%	130	0,1%	130	0,1%	130	0,1%	130	0,1%	-	-
Materialaufwand	-25.577	-33,8%	-32.365	-36,5%	-34.928	-36,6%	-36.651	-36,1%	-38.046	-35,3%	-	-
<b>Rohertrag I</b>	<b>50.128</b>	<b>66,3%</b>	<b>56.541</b>	<b>63,7%</b>	<b>60.505</b>	<b>63,5%</b>	<b>64.969</b>	<b>64,0%</b>	<b>69.776</b>	<b>64,8%</b>	-	-
Personalaufwand	-31.760	-42,0%	-34.858	-39,3%	-38.137	-40,0%	-41.296	-40,7%	-44.805	-41,6%	-	-
<b>Rohertrag II</b>	<b>18.368</b>	<b>24,3%</b>	<b>21.683</b>	<b>24,4%</b>	<b>22.368</b>	<b>23,5%</b>	<b>23.673</b>	<b>23,4%</b>	<b>24.971</b>	<b>23,2%</b>	-	-
Sonstige betriebl. Aufw.	-7.533	-10,0%	-8.848	-10,0%	-9.030	-9,5%	-9.569	-9,5%	-10.225	-9,5%	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>10.835</b>	<b>14,3%</b>	<b>12.835</b>	<b>14,5%</b>	<b>13.338</b>	<b>14,0%</b>	<b>14.104</b>	<b>13,9%</b>	<b>14.746</b>	<b>13,7%</b>	<b>13.395</b>	<b>12,3%</b>
Abschreibungen	-2.242	-3,0%	-2.347	-2,6%	-2.337	-2,5%	-2.323	-2,3%	-1.453	-1,3%	1.937	1,8%
<b>EBIT</b>	<b>8.593</b>	<b>11,4%</b>	<b>10.488</b>	<b>11,8%</b>	<b>11.001</b>	<b>11,5%</b>	<b>11.781</b>	<b>11,6%</b>	<b>13.293</b>	<b>12,3%</b>	<b>11.457</b>	<b>10,5%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0	0,0%	0	0,0%	750	0,8%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>EBIT (nach außerordentlichem Ergebnis)</b>	<b>8.593</b>	<b>11,4%</b>	<b>10.488</b>	<b>11,8%</b>	<b>11.751</b>	<b>12,3%</b>	<b>11.781</b>	<b>11,6%</b>	<b>13.293</b>	<b>12,3%</b>	<b>11.457</b>	<b>10,5%</b>

Für die prognostizierte Entwicklung beschränken wir uns auf die Erläuterung der wesentlichen Effekte. Im Übrigen verweisen wir auf die Darstellung in der Gutachtlichen Stellungnahme von PwC im Abschnitt C.VI.

Für die **Umsatzerlöse** geht die Gesellschaft ausgehend vom letzten Ist-Jahr bis zum Ende der Detailplanungsphase von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 9,3 %<sup>11</sup> aus, wobei sich einzelne Umsatzbestandteile differenziert entwickeln.

Im Bereich der Umsatzerlöse mit **eigenen Dienstleistungen** wird in der Detailplanungsphase ein abnehmendes Umsatzwachstum erwartet. Der deutlichste Rückgang des Umsatzwachstums wird für das Planjahr 2018/19 prognostiziert. Ursächlich für diese Entwicklung sind die im Geschäftsjahr 2017/18 ausgeschöpften Potentiale in der Mitarbeiterauslastung. Folglich kann nach dem Erreichen der maximalen Auslastung der Mitarbeiter ab dem Geschäftsjahr 2018/19 das Wachstum in diesem Bereich ausschließlich über Preisanpassungen und die Erhöhung des Personalbestandes erzielt werden. Die geplante Entwicklung der Umsatzerlöse bei den eigenen Dienstleistungen berücksichtigt die Erhöhung des Personalbestandes um 29 Mitarbeiter im Jahr 2017/18 sowie jeweils um 25 Mitarbeiter in den darauf folgenden Planjahren.

Für die Umsatzplanung wird in diesem Bereich davon ausgegangen, dass die durchschnittliche Erhöhung der Personalaufwendungen pro Mitarbeiter nicht vollständig durch Preiserhöhungen an die Kunden weitergegeben werden können. Für Preiserhöhungen bei öffentlichen Auftraggebern ist die dort gültige Preisverordnung zu berücksichtigen. Diese erschwert Preisanpassungen deutlich. Zum anderen sieht die CONET Technologies AG aber auch bei privaten Auftraggebern die Durchsetzung von Preiserhöhungen als schwierig an. Insbesondere das wettbewerbsintensive Umfeld ermöglicht es den Kunden durch Ausschreibungen Preiserhöhungen zu umgehen.

Der Anteil an Umsatzerlösen mit **Fremdleistungen** soll künftig reduziert werden. Das Verhältnis von externen zu internen Dienstleistungen erreicht mit 60,5 % in den Geschäftsjahren 2017/18 und 2018/19 den Höhepunkt. Nach Einschätzung der CONET Technologies AG handelt es sich bei diesem Wert um eine kritische Grenze, da die Projektkoordination bei hohem Anteil fremder Dienstleister zunehmend schwieriger wird. Zum Ende der Detailplanungsphase reduziert sich der Anteil auf 57 %. Die hiermit im Zusammenhang stehenden Aufwendungen für bezogene Leistungen, als wesentlicher Bestandteil der Materialaufwendungen, sind aus der historischen Einsatzquote unter Berücksichtigung der künftigen Erwartung entwickelt worden.

Die geplanten Umsatzerlöse für **eigene Software** beinhalten ausschließlich Vertriebs Erlöse für das selbstentwickelte Produkt Unified Communications Radio Suite (UCRS). Nach der Fertigstellung der Software und der anschließenden Produktvermarktung wird insbesondere in der Detailplanungsphase ein hohes Umsatzwachstum erwartet. Mit einem durchschnittlichen Wachstum von 14,4 % steigen die Umsatzerlöse im Zeitraum von 2016/17 bis 2020/21 von EUR 2,2 Mio. auf EUR 3,8 Mio.

---

<sup>11</sup> Zwecks Vergleichbarkeit wurde die Bestandsveränderung des Geschäftsjahres 2016/17 den Umsatzerlösen zugerechnet.

Die geplanten **Wartungserlöse** sind unmittelbar an die Umsatzerlöse der eigenen Software geknüpft. Die Wartungserlöse sind mit 14 % des Verkaufspreises der Software vertraglich fixiert. Die Vertragslaufzeit beträgt in der Regel ein Jahr und wird jährlich verlängert. Die CONET-Gruppe geht grundsätzlich von der langfristigen Kundenbindung im Bereich der Wartungserlöse aus. Die neuen Verträge in der Detailplanungsphase resultieren ausschließlich aus der Wartung der UCRS-Software. Die Wartung der nicht mehr vermarkteten Software wird in der Planungsrechnung durch eine Abschmelzrate berücksichtigt.

Die Umsatzerlöse mit **Handelswaren** sind in der Mittelfristplanung an die Gesamtentwicklung der oben genannten Umsatzarten (ohne Wartungserlöse) geknüpft. Für das Geschäftsjahr 2017/18 ist in diesem Bereich ein Umsatzwachstum von über 100 % geplant. Der Anstieg ist im Wesentlichen auf das UCRS-Geschäft zurückzuführen. Ausgehend von dem hohen Niveau des Geschäftsjahres 2017/18 wird auch in den Folgejahren ein Anstieg erwartet. Der korrespondierende Materialeinsatz wird unter der Berücksichtigung der konstanten Marge, die sich aus der Vergangenheit ableitet, geplant. Grundsätzlich ist zu berücksichtigen, dass das Handelswarengeschäft zwar volumemäßig von Bedeutung ist, jedoch niedrige Margen aufweist.

Die **sonstigen Umsatzerlöse** werden in der Detailplanungsphase auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2016/17 fortgeschrieben.

Die **aktivierten Eigenleistungen** spiegeln den aktivierungsfähigen Teil der erforderlichen Weiterentwicklung im Zusammenhang mit UCRS wider. Mit jährlich TEUR 520 fallen die erwarteten Aufwendungen deutlich niedriger als in den letzten Jahren aus.

Insgesamt steigt die **Gesamtleistung** ab dem Geschäftsjahr 2016/17 bis zum Ende der Detailplanungsphase von TEUR 75.598 auf TEUR 107.692 und damit durchschnittlich um 9,2 % p.a.

Der **Materialaufwand** setzt sich aus den Aufwendungen für bezogene Handelswaren und bezogene Fremdleistungen zusammen. Insgesamt steigt die Materialaufwandsquote von 33,8 % der Gesamtleistung im Geschäftsjahr 2016/17 auf 36,5 % im Geschäftsjahr 2017/18 an, reduziert sich jedoch leicht zum Ende der Detailplanungsphase auf 35,3 %. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2017/18 geht mit dem erhöhten Anteil der Umsatzerlöse mit Fremdleistungen und Handelswaren einher. Parallel zur Senkung des Anteils an Fremdleistungen ab 2017/18 geht die Materialaufwandsquote bis zum Planjahr 2020/21 zurück.

Absolut betrachtet steigt der **Rohhertrag I** bis zum Ende der Detailplanungsphase auf TEUR 69.776 gegenüber dem Geschäftsjahr 2016/17 deutlich an. Die Rohhertragsmarge I reduziert sich jedoch um 1,5 %-Punkte auf 64,8 %. Ursächlich für diese Entwicklung ist die Erwartung unterproportionaler Preiserhöhungen auf der Absatzseite.

Im Zuge der geplanten Personalaufstockung steigen die **Personalaufwendungen** während der Detailplanungsphase stetig. Im Geschäftsjahr 2020/21 wird mit 489 FTE geplant (2016/17: 385 FTE). Gegenüber dem letzten Ist-Geschäftsjahr soll der Personalbestand in der Detailplanungsphase somit um 104 FTE erhöht werden.

Vor dem Hintergrund des Fachkräftemangels erscheint diese Planung ambitioniert. Die jährlichen Gehaltsanpassungen liegen in der Detailplanungsphase zwischen 2,1 % im Geschäftsjahr 2017/18 und 3,0 % im Geschäftsjahr 2020/21. Diese Erhöhungen spiegeln die hohe Nachfrage nach qualifizierten Fachkräften wider. Auf Basis unserer Recherchen sind die erwarteten Gehaltsanpassungen als moderat zu bezeichnen. Ab dem Geschäftsjahr 2018/19 werden zusätzlich Aufwendungen für ein zweites Vorstandsmitglied eingeplant.

Nach Abzug der Personalaufwendungen ergibt sich der **Rohhertrag II**. Während sich aufgrund des deutlichen Umsatzwachstums ein steigender Rohhertrag II ergibt, sinkt die Rohhertragsmarge II bis zum Ende der Detailplanungsphase auf 23,2 %. Diese Entwicklung ist das Ergebnis der geplanten Personalkostensteigerung pro Mitarbeiter, die kundenseitig nicht in vollem Umfang in Form höherer Absatzpreise weitergegeben werden kann.

In den **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** werden für das Geschäftsjahr 2017/18 einmalige Kosten für personelle Unterstützung in Zusammenhang mit der Bearbeitung interner Projekte in Höhe von TEUR 300 berücksichtigt. Die Entwicklung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen wird ab dem Geschäftsjahr 2018/19 an die Entwicklung des Personalbestandes geknüpft und mit einer Teuerungsrate von 1,5 % indiziert. Aufsatzpunkt bildet der durchschnittliche Aufwand pro Mitarbeiter der drei vorangegangenen Jahre.

Ausgehend von der sinkenden **EBITDA-Marge** und gleichzeitig sinkenden **Abschreibungen** steigt die **EBIT-Marge** zum Ende der Detailplanungsphase um 0,9 %-Prozentpunkte auf 12,3 % gegenüber dem letzten Ist-Geschäftsjahr (11,4 %).

Im Geschäftsjahr 2018/19 fällt ein einmaliger Ertrag aus einer Versicherungsleistung an, die durch den Bewertungsgutachter dem außerordentlichen Ergebnis zugeordnet wurde. Daher wird neben dem EBIT auch ein **EBIT (nach außerordentlichem Ergebnis)** dargestellt.

Wir halten die Entwicklung der geplanten EBIT-Marge der CONET Technologies AG für plausibel.

### **c) Zinsergebnis**

Das Zinsergebnis wurde von PwC auf Grundlage der Bilanzplanung anhand einer Kapitalbedarfsplanung unter Berücksichtigung der im Detailplanungszeitraum geplanten Investitionsvorhaben der Gesellschaft sowie von Ausschüttungen und fiktiven Hinzurechnungen an die Anteilseigner neu berechnet. Ausgangspunkt der Finanzplanung zur Bestimmung des Finanzergebnisses waren die zinstragenden Forderungen und Verbindlichkeiten zum 31. März 2017.

Die Unternehmensplanung beinhaltet keine Aussage zur Thesaurierung oder Ausschüttung zukünftiger Jahresüberschüsse.

Das Zinsergebnis enthält neben den Zinsaufwendungen für einen Geldmarktkredit und die Kontokorrentlinie die Zinsen, welche aus der Aufzinsung der Pensionsverpflichtungen entstehen.

Die Sollzinssätze liegen zwischen 1,85 % und 5,5 %. Diesen Aufwendungen stehen im Geschäftsjahr 2017/18 noch Zinserträge aus einem Darlehen an die Questax GmbH gegenüber, das aber bis März 2018 vollständig getilgt sein soll. Die angesetzten Zinssätze entsprechen im Detailplanungszeitraum und für die Phase der ewigen Rente den bestehenden Konditionen. Für die Guthabenverzinsung wurde im Zeitraum der ewigen Rente ein Guthabenzinssatz in Höhe von 1,25 % angesetzt, wobei ein Sockelbetrag als betriebsnotwendige Liquidität aufgrund der täglichen Verfügbarkeit nicht verzinst wurde.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir das Zinsergebnis in einem eigenen Bewertungsmodell auf Grundlage der bestehenden Finanzierungsstruktur, des zukünftig erwarteten Kapitalbedarfs bzw. -überschusses und der Tilgungen anhand einer integrierten Gewinn- und Verlustrechnung sowie Bilanzplanung nachvollzogen.

#### **d) Unternehmenssteuern**

Die Abbildung der Besteuerung der CONET Technologies AG erfolgte im Rahmen der Bewertung nach dem gegenwärtigen Stand des Unternehmenssteuerrechts. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag zur Körperschaftsteuer, die auf die Erträge der CONET Technologies AG anfallen. Darüber hinaus wurden die in Österreich anfallenden Unternehmenssteuern mittels eines Konzernsteuersatzes berücksichtigt. Die Gesellschaft hat in Deutschland einen gewogenen Gewerbesteuerhebesatz von 460 %. Der Körperschaftsteuersatz beträgt 15,0 % (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag). Bestehende Auswirkungen steuerlicher Organschaften wurden berücksichtigt. Sowohl in der Detailplanungsphase als auch im Zeitraum der ewigen Rente wurde mit einem einheitlichen Steuersatz in Höhe von rund 32 % gerechnet.

Im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten haben wir die Berechnung der anfallenden Ertragsteuern hinsichtlich steuerlicher Anpassungserfordernisse, der angewandten Steuersätze sowie der rechnerischen Richtigkeit überprüft. Der vom Bewertungsgutachter ermittelte Steueraufwand ist auf Basis unserer Analysen sachgerecht abgeleitet.

#### **e) Nachhaltiges Ergebnis**

Zum Ende der Detailplanungsphase befindet sich die CONET Technologies AG nicht in einem eingeschwungenen Zustand. Ihren Ausdruck findet diese Konstellation in einem deutlich über dem Marktdurchschnitt liegenden Niveau der EBITDA-Marge. Unter Berücksichtigung des wettbewerbsintensiven Marktumfeldes und der Entwicklungen im Personalmarkt (Fachkräftemangel) ist nicht davon auszugehen, dass die Gesellschaft dieses Niveau nachhaltig erzielen kann.

Um den Anpassungsprozess sachgerecht abzubilden, hat der Bewertungsgutachter in Abstimmung mit der Gesellschaft die Detailplanungsphase um eine elfjährige Grob- bzw. Konvergenzplanungsphase erweitert.

Die Dauer dieser Konvergenzphase wurde auch aus dem Entwicklungs- und Produktlebenszyklus für die Software UCRS bzw. zukünftiger Erhaltungsinvestitionen abgeleitet. Ferner wurde eine Anpassung zwischen der Möglichkeit steigender Absatzpreise und der Notwendigkeit der Gehaltsanpassungen Rechnung getragen. Darüber hinaus wurden keine wesentlichen Veränderungen im Geschäftsmodell oder marktseitige Schwankungen sowie ein stabiles regulatorisches Umfeld unterstellt.

Das Wachstum der Umsatzerlöse aus eigenen Dienstleistungen geht in der Konvergenzphase zurück. Zum Ende der Konvergenzphase soll sich das Umsatzwachstum dem Niveau des Wachstums der Personalaufwendungen angleichen.

Der Anteil der Umsatzerlöse mit Fremdleistungen im Verhältnis zu den Umsatzerlösen mit eigenen Dienstleistungen geht auf 50 % zurück. Dies gibt die langfristige Erwartungshaltung des Managements wieder. Insgesamt ergibt sich gegenüber dem Ende der Detailplanungsphase eine leicht abnehmende Marge im Bereich der Fremdleistungsumsätze.

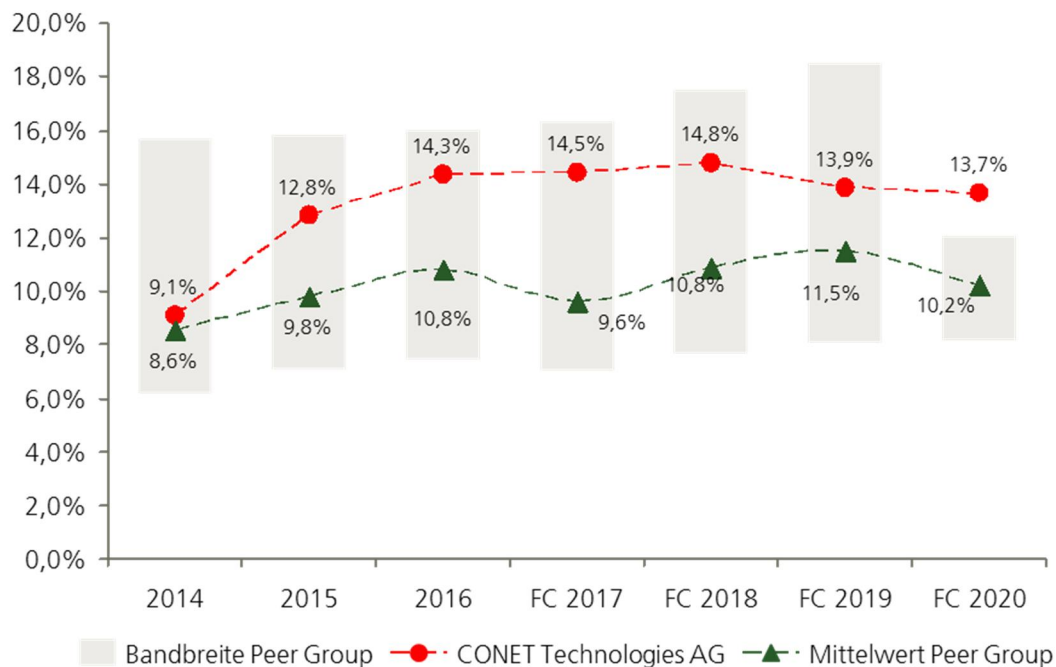
Das hohe Umsatzwachstum in Zusammenhang mit der UCRS-Software in der Detailplanungsphase wird vom Management als nicht nachhaltig betrachtet. In der Konvergenzphase wird dies durch die mit dem Management abgestimmte Modellierung eines Entwicklungs- und Produktlebenszyklus durch den Bewertungsgutachter berücksichtigt.

Um die Marktfähigkeit des Produktes UCRS durch zukünftige Weiterentwicklungen zu gewährleisten, werden Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen geplant. Das steigende Auftragsvolumen im UCRS-Bereich wird in der Konvergenzphase durch eine Aufstockung der Mitarbeiter bewältigt. Diese Aufstockung vollzieht sich im Verhältnis der geplanten Umsatzerlöse.

Auskunftsgemäß erwartet der Vorstand der CONET Technologies AG eine nachhaltige EBITDA-Marge in Höhe von 12,3 %, die somit unterhalb der EBITDA-Marge zum Ende des letzten Detailplanungsjahrs liegt. Der Bewertungsgutachter hat in Abstimmung mit dem Management in einer an die Detailplanungsphase anschließenden Konvergenzphase diese Erwartungshaltung modelliert, um das nachhaltige EBITDA-Niveau abzubilden. Aufgrund des Produktlebenszyklus der selbst erstellten Software und notwendiger Erhaltungsinvestitionen, wurde die nachhaltige EBITDA-Marge anhand einer Durchschnittsbetrachtung der Konvergenzphase abgeleitet.

Zur Plausibilisierung dieser Vorgehensweise haben wir die historischen EBITDA-Margen der CONET Technologies AG denen von Vergleichsunternehmen gegenübergestellt. Die beobachtbaren EBITDA-Margen relevanter Vergleichsunternehmen liegen zwischen 7,1 % und 16,1 % bei einem Mittelwert von 10,7 %. Es zeigt sich, dass das Bewertungsobjekt mit 14,3 % im Geschäftsjahr 2016/17 deutlich höhere Margen realisieren konnte als seine Wettbewerber. Auch die nachhaltige EBITDA-Marge von 12,3 % liegt über den von Analysten für Vergleichsunternehmen der CONET Technologies AG abgegebenen Schätzungen.

### Analystenschätzungen EBITDA-Marge Peer Group



Quelle: Analystenschätzungen; Bloomberg Konsensus

Die auf Basis der Überlegungen zur Konvergenzphase abgeleitete EBITDA-Marge spiegelt nach Einschätzung des Vorstands der CONET Technologies AG ein nachhaltig erreichbares Margenniveau wider.

Wir haben die Annahmen zur Konvergenzphase analysiert und halten sie für angemessen und sachgerecht abgeleitet. Die nachhaltig erwartete EBITDA-Marge in Höhe von 12,3 % liegt oberhalb des aus der Peer Group abgeleiteten Mittelwerts und ist insofern als ambitioniert zu bezeichnen.

#### f) Ergebnis unserer Prüfungshandlungen

Wir haben die Unternehmensplanung für die CONET Technologies AG auf Basis der bereinigten Vergangenheitszahlen auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht (IDW Praxishinweis, 2/2017, Tz. 5).

Auf Basis der um einmalige bzw. außerordentliche Effekte bereinigten normalisierten Vergangenheitszahlen haben wir die Planung analysiert. Dabei haben wir insbesondere die Annahmen zur Umsatzentwicklung, Rohertragsmarge, Personalkostenentwicklung und EBITDA-Marge untersucht.



Die in der Gutachtlichen Stellungnahme getroffenen Aussagen zur Branchenentwicklung in dem relevanten Zielmarkt, zum wettbewerbsintensiven Umfeld der CONET Technologies AG sowie zu den Herausforderungen im Zusammenhang mit der Gewinnung geeigneter Mitarbeiter wurden uns im Rahmen der mit den Planungsverantwortlichen geführten Interviews widerspruchsfrei erläutert und bestätigt. Wir haben die Annahmen der Planung mit den verfügbaren marktspezifischen Informationen abgeglichen und die Planungsverantwortlichen bzgl. Marktgegebenheiten, Produktportfolio, Konkurrenten und Geschäftsstrategie der CONET Technologies AG befragt.

Die vom Bewertungsgutachter in Abschnitt C.V.3. vorgenommene Analyse der Planungstreue in den Geschäftsjahren 2014/15 bis 2016/17 zeigt zwar, dass die Umsatz- und Ergebnisplanungen in den letzten beiden Ist-Geschäftsjahren von den Ist-Zahlen übertroffen wurden. Die Ursachen hierfür wurden jedoch plausibel erläutert. Wir haben keine Hinweise darauf erlangt, dass die Planungsrechnung systematische Planungsfehler enthält.

Die Unternehmensplanung der CONET Technologies AG geht von einer Konstanz der Kundenstruktur aus. Trotz der Erwartung steigender Personalkosten, wird daher nur mit einer eingeschränkten Möglichkeit von Preiserhöhungen gerechnet. Die Erwartungen zur Aufstockung der Mitarbeiterzahlen kann vor dem Hintergrund der hohen Nachfrage nach qualifiziertem Personal als ambitioniert betrachtet werden und wird erhebliche Anstrengungen erfordern. Dies könnte dazu führen, dass über dem Marktdurchschnitt liegende Gehaltsforderungen akzeptiert werden müssen. Das wettbewerbsintensive Umfeld der CONET Technologies AG legt daher nahe, dass die zuvor geschilderten Entwicklungen zu einem leichten Rückgang der EBIT-Marge beitragen. Letztlich kommt darin eine Konvergenz hin zum Marktdurchschnitt der Wettbewerber zum Ausdruck.

Insgesamt halten wir die Annahmen der Detailplanungsphase sowie die getroffenen Modellannahmen für die aus der Konvergenzphase abgeleitete ewige Rente für die CONET Technologies AG für plausibel und auf der Grundlage des bestehenden Unternehmenskonzepts sowie des Marktumfelds für nachvollziehbar abgeleitet. Nach unserer Einschätzung und auf Basis der uns vorliegenden Marktstudien spiegelt die vorliegende Planung die Chancen und Risiken der Geschäftstätigkeit auf Ebene der CONET Technologies AG aus heutiger Sicht angemessen wider (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 16). Der Eintritt dieser Planung setzt aber voraus, dass die Mitarbeiterzahl wie geplant aufgestockt werden kann.

An dieser Stelle möchten wir darauf hinweisen, dass eine Fortschreibung des letzten Planjahres nicht zwingend ist, sondern dass es auch sachgerecht sein kann, für die ewige Rente etwa einen Durchschnitt des Detailplanungszeitraumes anzusetzen. In diesem Zusammenhang hat das OLG München bei einem zyklischen Geschäftsmodell betont, dass das nachhaltige Ergebnis dem Ergebnis eines durchschnittlichen Jahres entsprechen müsse. Ansonsten bestehe bei konjunkturabhängigen Unternehmen die Gefahr, Boom- oder Rezessionsphasen ewig fortzuschreiben (OLG München, 31. März 2008, 31 Wx 88/06). Inhaltlich zum selben Ergebnis kommt das OLG Frankfurt, indem es - aufgrund der Zyklizität - ein durchschnittliches Ergebnis der Detailplanungsphase als nachhaltiges Ergebnis akzeptiert (OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11). In eine ähnliche Richtung geht eine Entscheidung des OLG Stuttgart, in der darauf hingewiesen wird, dass es (nur dann) nicht zu beanstanden wäre, wenn das nachhaltige Ergebnis auf der Plan-

größe aufsetzt, in der sich das Unternehmen noch nicht in einem Gleichgewichtszustand befindet, sofern eine Anpassung der nicht nachhaltigen Einflussgrößen erfolgt (OLG Stuttgart, 17. März 2010, 20 W 9/08). Auch in der Literatur wird darauf hingewiesen, dass das nachhaltige Ergebnis „insbesondere nicht durch Konjunktoreinflüsse verzerrt sein“ darf, da es sich hierbei grundsätzlich um eine normalisierte Größe handeln muss (Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, S. 193 f.). Vorliegend erscheinen uns die vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Ergänzungen der Detailplanungsphase sachgerecht. Die individuellen Gegebenheiten des Wachstums für die UCRS und der Entwicklung des bisherigen Geschäfts wurden auf dieser Basis sachgerecht berücksichtigt.

Wir haben die Ergänzung der Unternehmensplanung um die Konvergenzphase sowie die dieser zugrunde liegenden Annahmen mit den Planungsverantwortlichen sowie dem Bewertungsgutachter intensiv diskutiert. Da mit diesem Ansatz eine unseres Erachtens sachgerechte Vorgehensweise gewählt wurde, besteht aus unserer Sicht kein Anlass, diesen Ansatz durch andere, ebenfalls nur vertretbare Annahmen zu ersetzen (vgl. OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09). Die Einschätzungen des Bewertungsgutachters zur Konvergenzphase wurden uns vom Vorstand der CONET Technologies AG bestätigt.

Insgesamt ist die Unternehmensplanung der CONET Technologies AG widerspruchsfrei abgeleitet und auf der Grundlage des bestehenden Unternehmenskonzeptes sowie des Marktumfeldes im Hinblick auf den Schutzzweck der Prüfung nicht zu beanstanden.

#### **4. Kapitalisierungszinssatz**

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114).

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

##### **a) Basiszinssatz**

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

In der Bewertungspraxis hat es sich heute etabliert, den Basiszinssatz unter Verwendung der am Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve anhand der Svensson-Methode zu ermitteln (OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15).

Ausgangspunkt für die Bestimmung des Basiszinssatzes zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes ist die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Die Zinsstruktur am Rentenmarkt zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristäquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz (OLG Stuttgart, 14. Februar 2008, 20 W 10/06; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, I-26 W 8/10).

Als Datenbasis wurden die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank gewählt, die als Schätzwerte auf der Grundlage von beobachteten Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzbriefen, ermittelt werden. Die notwendigen Parameter (Zeitreihen „wt3201“ bis „wt3206“) finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Angesichts der in der Unternehmensbewertung regelmäßig anzunehmenden unendlichen Lebensdauer eines Unternehmens sind auch die Renditen von solchen Laufzeiten in die Ableitung des Basiszinssatzes einzubeziehen, für die am Markt keine Rendite verfügbar ist. Mittels der von der Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten ist dies durch Schätzung der Renditen für Anleihelaufzeiten über 30 Jahre hinaus möglich.

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate herangezogen (OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13; OLG Düsseldorf, 15. November 2016, I-26 W 2/16; OLG Karlsruhe, 16. Juli 2008, 12 W 16/02; OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06).

Bei unmittelbarer Verwendung der Zinsstrukturkurve ist der finanzielle Überschuss für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen hat der Bewertungsgutachter barwertäquivalent einen für alle Planjahre einheitlichen Basiszinssatz vor Einkommensteuer hergeleitet. Diese Vorgehensweise steht in Einklang mit der Rechtsprechung (OLG Stuttgart, 27. Juli 2015, 20 W 5/14).

Der Bewertungsgutachter hat den Basiszinssatz für einen Dreimonatszeitraum vor dem Ende der Bewertungstätigkeiten berechnet (27. Juli bis 26. Oktober 2017). Auf Basis der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank ergab sich unter Berücksichtigung einer typisierten Wachstumsrate von 1,0 % ein einheitlicher Basiszinssatz von gerundet **1,25 %**. Anhand einer Simulationsrechnung haben wir festgestellt, dass sich bei Verwendung der geplanten Nettoeinnahmen des Bewertungsobjekts der gleiche gerundete Einheitszinssatz wie bei der Berechnung anhand einer typisierten Zahlungsreihe ergibt. Die vereinzelt in der Literatur geäußerte Kritik an der Verwendung der typisierten Wachstumsrate zur Ableitung des einheitlichen Basiszinssatzes (Bassemir et al., WPg 2012, S. 884) geht insofern ins Leere.

Der Bewertungsgutachter hat im Rahmen der Unternehmensbewertung der CONET Technologies AG den Basiszinssatz zutreffend mit 1,25 % angesetzt.

Entsprechend der Empfehlung des FAUB (vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.) wurde der einheitliche Basiszinssatz auf 1/4-Prozentpunkte kaufmännisch gerundet. Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden (OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/21; OLG Düsseldorf, 15. Dezember 2016, I-26 W 25/12; OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15). Festzuhalten ist, dass die aktuelle berufsständische Empfehlung zur Rundung auf 1/4-Prozentpunkte weder einseitig zu Lasten einer Partei noch willkürlich, d. h. ohne sachlichen Grund ist. Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt (86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556) und (2) der Ausgleich von geringfügigen Veränderungen des Basiszinssatzes im Nachkommabereich während des Bewertungsprozesses, vor allem aber in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten und dem Tag der Hauptversammlung (Popp, WPg 2016, S. 926, 929). Am Rande sei angemerkt, dass sich die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Abrundung des Basiszinssatzes auf 1,25 % werterhöhend auswirkt.

Dieser vom Bewertungsgutachter verwendete Basiszinssatz in Höhe von 1,25 % wurde für die Bewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008 um typisierte Ertragsteuern gekürzt (25 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag). Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 0,92 %.

Wir halten die Verwendung eines risikolosen, nachhaltigen Basiszinssatzes von 1,25 % vor Steuern bzw. rund 0,92 % nach Steuern für sachgerecht.

## **b) Risikozuschlag**

Bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Anteilseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Trotz teilweisem Vorbehalt ist festzuhalten, dass dem CAPM als Kapitalmarktmodell in der nationalen und internationalen Bewertungspraxis überragende Akzeptanz zukommt und es ein hohes Maß an Vergleichbarkeit und Rechtssicherheit erzeugt (vgl. nur: Paulsen, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Auflage 2015, § 305 Tz. 115 ff.).

Die Verwendung des CAPM bzw. Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgerecht erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung des Risikozuschlags (OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10; OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07; KG, 14. Januar 2009, 2 W 68/07; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, I-26 W 8/10; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 92; WP-Handbuch 2014, Bd. II, Abschnitt A, Tz. 293 ff., 327 ff.; Dörschell et al., Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 27 f.).

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

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragsteuern zusammen. Die komplexe Größe des unternehmensspezifischen Risikozuschlags wird hierbei in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die **Marktrisikoprämie** und den **Betafaktor**, zerlegt.

#### **aa) Marktrisikoprämie**

Je nach Steuersystem bedarf es eines jeweils abgestimmten Verhältnisses zwischen der Marktrisikoprämie vor und nach Steuern. So ist die Marktrisikoprämie nach Steuern im Halbeinkünfteverfahren (Zeitraum 2000 bis 2008) eine andere als im System der Abgeltungsteuer (Zeitraum ab 2009). Für die Ableitung der Marktrisikoprämie ist darüber hinaus der Frage nachzugehen, ob und gegebenenfalls welche Auswirkungen das seit der Finanzkrise anhaltend niedrige Zinsniveau auf den Risikozuschlag hat.

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

Die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte beruht bei gesetzlichen Bewertungsanlässen entsprechend IDW S 1 i.d.F. 2008 (Tz. 31) auf einer Betrachtung nach persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner (unmittelbare Typisierung), da nur die Ertragsströme bewertungsrelevant sind, die den Anlegern tatsächlich zugutekommen.

#### Marktrisikoprämie bei Einführung der Abgeltungsteuer

Ausgehend von der 2004 publizierte Stehle-Studie, die (soweit erkennbar) bis heute die einzige Nachsteuerrechnung auf Basis einer langen historischen Datenreihe darstellt, war lange Zeit keine aktuellere Analyse verfügbar. Dies galt insbesondere im Hinblick auf die mit der Unternehmensteuerreform 2008 verbundene Änderung der steuerlichen Rahmenbedingungen. Daher hat der FAUB zur Einführung der Unternehmensteuerreform eine Konzeption entwickelt, die zu einer **Bandbreite zwischen 4,0 % und 5,0 % nach Steuern** führte (OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14; OLG Stuttgart, 27. Juli 2015, 20 W 5/14; OLG München, 5. Mai 2015, 31 Wx 366/13).

### Marktrisikoprämie in der aktuellen Kapitalmarktentwicklung

Die in den vom FAUB angestellten Modellüberlegungen angesetzten Basiszinssätze entsprachen jeweils den damaligen Marktverhältnissen. Die kurzfristige Änderung der Basiszinssätze ist unseres Erachtens in Zeiten stabiler wirtschaftlicher Entwicklungen kein Grund, die längerfristigen Überlegungen zur Höhe der Aktienrendite oder der Marktrisikoprämie zu verwerfen. Das infolge der Finanz- und Schuldenkrise bereits seit einiger Zeit andauernd niedrige Zinsniveau legt jedoch nahe, dass die oben hergeleitete Bandbreite für die Marktrisikoprämie nicht mehr unreflektiert verwendet werden kann.

Ohne die Berücksichtigung korrespondierender Effekte bei der Risikoprämie würde das gesunkene Basiszinssatzniveau ceteris paribus eine nachhaltig reduzierte Renditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer implizieren. Gegenwärtig ist jedoch nicht erkennbar, dass sich die in der Vergangenheit gezeigten, grundsätzlich stabilen Renditeerwartungen der Marktteilnehmer nachhaltig reduziert haben. In jedem Fall entspricht die **aktuelle Kapitalmarktsituation** nicht der Konstellation, wie sie im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war. Es ist daher geboten, die gewohnte Praxis der Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes zu hinterfragen. Darüber hinaus befreit die formale Anwendung des CAPM zur Bestimmung des Risikozuschlags den Anwender nicht von Plausibilitätsüberlegungen (Zeidler et al., BewP 4/2012, S. 137).

Da bezüglich des Handels mit deutschen Staatsanleihen kein Marktversagen beobachtbar und in Deutschland keine risikoärmere Anlageform erkennbar ist, ist unseres Erachtens trotz niedriger Renditen die beobachtbare Rendite deutscher Staatsanleihen unverändert der bestmögliche Schätzer für risikofreie Renditen. Aufgrund der offensichtlichen Verlagerung der Nachfrage zugunsten relativ gesehen risikoärmerer deutscher Staatsanleihen muss jedoch davon ausgegangen werden, dass der Preis für Risikoübernahme und damit die Marktrisikoprämie seit der Einführung der Abgeltungsteuer gestiegen ist.

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit geben wir im Folgenden einige Aussagen der Deutschen Bundesbank zu **impliziten Marktrisikoprämien** und **realen Aktienrenditen** in diesem Kontext wieder.

Im Monatsbericht August 2010 (ab S. 41) wird dargestellt, dass die von den Investoren geforderte Überschussrendite eines Engagements in europäische Aktien gegenüber einer sicheren Anlage zuletzt bei rund 7,5 % und damit deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt von rund 5 % lag. Die Überschussrendite, d. h. die Marktrisikoprämie vor Steuern, weist damit auf eine relativ vorsichtige Ausrichtung der Anleger hin (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht August 2010, S. 47).

Die Stehle-Daten bis 2003, die ein Ausgangspunkt der früheren Bandbreitenempfehlung des FAUB waren, konnten naturgemäß die europäische Schuldenkrise noch nicht umfassen. Es liegt aber auf der Hand, dass diese Krise erhebliche Auswirkungen hatte und hat. Der Einfluss dieser nachhaltigen Krise auf die Höhe der Marktrisikoprämie liegt daher nahe.

Im Monatsbericht November 2012 (ab S. 46) werden die internationalen Rentenmärkte, geldpolitische Maßnahmen, der weiter flache Verlauf der deutschen Zinsstrukturkurve, die Inflationserwartungen sowie weitere finanzwirtschaftliche Eckpunkte beleuchtet. Im Hinblick auf die Risikobereitschaft der Anleger wird zwar davon berichtet, dass sich seit der Jahresmitte 2012 ein leichter Anstieg feststellen ließe, jedoch würden die impliziten Aktienrisikoprämien in der langfristigen Betrachtung noch immer auf einem vergleichsweise hohen Niveau liegen, was auf eine anhaltende Vorsicht der Akteure am Aktienmarkt hindeute (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht November 2012, S. 50).

Die von der Bundesbank geschilderte implizite Aktienrisikoprämie beträgt Ende 2009 noch rund 5,1 % und steigt dann bis Mai 2012 auf 9,1 % an. Danach kommt es bis März 2014 zwar zu einem Rückgang, dem jedoch bis Oktober 2014 ein Anstieg auf 7,4 % folgt.

Aus dem Verlauf der von der Bundesbank geschilderten impliziten Aktienrisikoprämie wird deutlich, dass die Bandbreitenempfehlung des FAUB von ursprünglich 4,5 % bis 5,5 % vor Steuern seit der Einführung der Abgeltungsteuer durch die Unternehmensteuerreform 2008 die Auswirkungen der Finanzmarktkrise nicht reflektiert.

Im Monatsbericht November 2014 (S. 55) stellte die Deutsche Bundesbank fest, dass sich die Aktienrisikoprämien im Berichtszeitraum seit Juni 2014 um einen knappen Prozentpunkt auf 9,5 % erhöht hätten. Ferner wird erläutert, dass sich das im Vergleich zum historischen Mittel hohe Niveau der Aktienrisikoprämie „aus einer Kombination von hoher Dividendenrendite, hohem mittelfristig erwarteten Gewinnwachstum und aus einer derzeit außergewöhnlich niedrigen Rendite der risikofreien Alternativanlage ergebe“ (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht November 2014, S. 55).

Neben der Betrachtung impliziter Aktienrenditen kann die Reaktion der Marktrisikoprämie auch anhand **realer Aktienrenditen** untersucht werden. Die Deutsche Bundesbank hat im Monatsbericht Oktober 2015 (S. 14) eine Analyse realer Renditen für wesentliche Anlageformen veröffentlicht. Hintergrund war, dass seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise die nominellen Zinsen in Deutschland auf ein historisch niedriges Niveau gesunken sind. Daher wird der Realzins als geeigneter Indikator für die Verzinsung von Vermögenswerten angesehen (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober 2015, S. 14 ff.). Hierzu werden die am Kapitalmarkt beobachtbaren nominalen Aktienrenditen inflationsbereinigt. Die Deutsche Bundesbank beziffert die reale jährliche Aktienrendite mit rund 8 % (für 1991 bis 2014) (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober 2015, S. 20). Auf vergleichbare Werte kommen auch andere Autoren, wenngleich auf Basis abweichender Untersuchungszeiträume (Wagner et al., WPg 2013, S. 948 ff.: 8,9 % für 1955 bis 2011; Stehle/Schmidt, Kredit und Kapital 2015, S. 427 ff.: 7,96 % für 1954 bis 2013).

Den realen Aktienrenditen wird in einem ersten Schritt die jeweils gegenwärtig bestehende Inflationserwartung hinzugerechnet, um auf die vertrauten nominellen Aktienrenditen zu gelangen. Im zweiten Schritt wird der jeweils aktuelle risikolose Zinssatz abgezogen, um auf die gesuchte Marktrisikoprämie zu kommen. Ob weitere qualitative bzw. quantitative Zuschläge sachgerecht werden, soll hier nicht weiter verfolgt werden.

Ausgehend von der von der Deutschen Bundesbank über einen langen Zeitraum, der Krisenjahre umfasst, erhobenen realen Aktienrendite von rund 8 %, lässt sich zeigen, dass durch die expansive Geldpolitik und andere Faktoren, die auf die Inflationserwartung wirken, ein Anstieg der Marktrisikoprämie zu verzeichnen ist.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise zu massiven Verwerfungen geführt hat, die geeignet sind, die längerfristigen Überlegungen zur Höhe der Aktienrendite in Zeiten stabiler Verhältnisse zu hinterfragen. Da anderweitige Erkenntnismöglichkeiten nicht verfügbar sind, werden im Schrifttum (Beumer, Corporate Finance, 2015, S. 330 ff.) wie auch seitens des FAUB (z. B. Ergebnisbericht-Online zur 121. Sitzung des FAUB, Abschnitt 4) sowohl implizite Marktrisikoprämien als auch reale Aktienrenditen näher untersucht.

Der FAUB hält es in seinem Hinweis vom 19. September 2012 für sachgerecht, derzeit bei der Bemessung der Marktrisikoprämie von einer **Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % vor Steuer bzw. 5,0 % bis 6,0 % nach Steuer** auszugehen (IDW-FN, S. 568 f.). Die Empfehlung zur Erhöhung der Marktrisikoprämie erfolgt aus einer Gesamtschau und berücksichtigt in theoretischer wie inhaltlicher Sicht den Umstand eines höheren Risikos bei Aktieninvestitionen gegenüber risikolosen bzw. staatlich abgesicherten Anlageformen.

Bei einer Normalisierung der Marktsituation, die in positiven Nominal- und Realrenditen und geringen Unterschieden zwischen laufzeitkongruenten EURIBOR und deutscher Staatsanleihenrendite zum Ausdruck käme, wäre künftig wieder von normalisierten durchschnittlichen Risikoprämien auszugehen.

Eine **Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % nach Steuern** wurde bereits von verschiedenen Gerichten bestätigt (OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 37/12; LG München, 31. Juli 2015, 5 HK O 16371/13; LG Hamburg, 23. Februar 2016, 403 HKO 152/14; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15; krit.: LG Dortmund, 4. November 2015, 18 O 52/13; LG Frankfurt, 22. September 2015, 3-05 O 63/14; LG Frankfurt, 16. Dezember 2014, 3-05 O 164/13). Das LG Hannover verweist in diesem Zusammenhang darauf, dass infolge der Finanzmarktkrise eine veränderte Risikotoleranz von Anlegern zu berücksichtigen sei (LG Hannover, 25. Februar 2015, 23 AktE 7/13).

Unter Bezugnahme auf die FAUB-Empfehlung vom 19. September 2012 erachtet ebenfalls das OLG Frankfurt eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern als sachgerecht (OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15). Insbesondere obliege es demnach weder der Gesellschaft noch dem Gericht, umfassende wissenschaftliche Studien zur Marktrisikoprämie durchzuführen, die letztendlich ohnehin nicht zweifelsfrei zu ermitteln wäre; jedenfalls „wenn der Verband der Wirtschaftsprüfer und damit der maßgeblichen Experten auf dem fraglichen Gebiet eine Bandbreite bekannt gibt, die zwar gegebenenfalls diskussionswürdig, aber zumindest nicht abwegig erscheint“ (OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12).



Der Bewertungsgutachter legt für die Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008 eine Marktrisikoprämie nach Steuer in Höhe von 5,5 % fest, was der Mitte der empfohlenen Bandbreite der Marktrisikoprämie entspricht.

Auf Basis unserer ergänzenden Analysen halten wir die vom Bewertungsgutachter im Rahmen der Bewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008 festgesetzten **Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 %** für angemessen. Die verwendete Marktrisikoprämie liegt innerhalb der vom IDW empfohlenen Bandbreite.

#### **bb) Betafaktor**

Die durchschnittliche Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des jeweils zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM wie nach dem Tax-CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt. Abweichungen des tatsächlichen künftigen Zahlungsstroms vom Erwartungswert des künftigen Zahlungsstroms stellen Risiken für die Anteilseigner dar (Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 93).

Bei dem CAPM handelt es sich um ein auf der Portfoliotheorie basierendem Modell des Kapitalmarktes. Es wird unterstellt, dass Anleger in der Lage sind, durch den Erwerb von Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen ihre Risikoposition zu vermindern („**Diversifikation**“). Daher wird zwischen dem sogenannten „**systematischen Risiko**“, dem alle Unternehmen gleichermaßen unterliegen, und dem sogenannten „**unsystematischen Risiko**“, das sich stets nur auf eine einzelne Gesellschaft bezieht, unterschieden. Im CAPM wird dem einzelnen Investor lediglich der nicht weiter diversifizierbare Teil des Gesamtrisikos, d. h. das systematische Risiko vergütet. Nur der systematische Teil des Unternehmerrisikos, also Faktoren, die nicht im Einflussbereich der Unternehmensleitung liegen, ist im Rahmen der Kapitalkosten über den Betafaktor zu berücksichtigen.

Dabei dürfen unsystematische Risiken nicht mit unternehmensspezifischen und systematische Risiken nicht mit gesamtwirtschaftlichen Risiken gleichgesetzt werden (Zeidler et al., BewP 4/2012, S. 134 ff.). Vielmehr reagieren Unternehmen auf makroökonomische Einflüsse unterschiedlich stark und gegebenenfalls mit unterschiedlichen Vorzeichen, mithin kommt es zu ganz unterschiedlichen, unternehmensindividuellen Reaktionen auf die Risikotreiber (Franken et al., BewP 3/2012, S. 97) und damit zu unterschiedlichen systematischen Risiken, die im Betafaktor zu reflektieren sind.

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

Der Betafaktor wird mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten abgeleitet. Er ergibt sich rechnerisch als Steigungsmaß einer Regressionsgeraden, die so durch eine „Punktewolke“ aus Renditepaaren von Unternehmensrenditen und Marktrenditen gelegt wird, dass die Abstände der Punkte von dieser Regressionsgeraden minimal sind. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt dabei anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (= zu erklärende Variable) auf die Rendite des Aktienindex (= erklärende Variable).

Der Betafaktor drückt inhaltlich aus, wie sich das Risiko des betrachteten Unternehmens zum Marktrisiko verhält. Dabei bedeutet ein Betafaktor von größer 1,0 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt überdurchschnittliches Risiko, ein Betafaktor kleiner 1,0 ein im Vergleich zum Gesamtmarkt unterdurchschnittliches Risiko. Ist der Betafaktor 1,0, so entspricht das Risiko dem Marktdurchschnitt.

Neben der rein rechnerischen Ableitung des Steigungsmaßes stellt sich die Frage nach der Aussagekraft der Regressionsanalyse. Bei regelmäßig mit Bewertungsfragen beschäftigten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften hat sich daher in den letzten Jahren die statistische Güteanalyse im Sinne einer vorgeschalteten Filteruntersuchung durchgesetzt. Um die Güte einer Regression zu messen, werden unterschiedliche statistische Maße verwendet, die darüber Aufschluss geben sollen, wie „gut“ im Sinne von „statistisch aussagekräftig“ die abgeleiteten Regressionsergebnisse sind. Neben der Liquidität des Aktienhandels kommen hierbei im Wesentlichen das Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) und der sogenannte T-Test zur Anwendung.

#### Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ )

Ein Indikator für die statistische Aussagefähigkeit der Regressionsgleichung ist das Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ). Es gibt an, wie viel Prozent der Aktienkursrendite durch die Indexrendite erklärt wird. Im CAPM ist die Rendite der zu bewertenden Aktie vollständig durch die Entwicklung des Marktportfolios erklärt, da lediglich das systematische Risiko bepreist wird. Der Betafaktor misst dementsprechend die Schwankung der Aktienkursrendite relativ zur Schwankung der Marktrendite. Im Idealfall eines  $R^2$  von 1,0 liegen alle Beobachtungspunkte auf einer Geraden, die mit der Regressionsgeraden übereinstimmt. Allgemein stellt sich die Frage, wie niedrige Ausprägungen von  $R^2$  zu interpretieren sind. Ein  $R^2$  unter 1 bedeutet, dass ein (oft sehr hoher) Anteil der in der Stichprobe beobachteten Aktienkursstreuung nicht durch die Marktentwicklung, sondern durch andere Einflussfaktoren erklärbar ist (Dörschell et al, WPg 2008, S. 1160; Dörschell et al, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 177).

Üblicherweise werden bei Betaberechnungen aus empirischen Daten Bestimmtheitsmaße im einstelligen Prozentbereich bis hin zu rund 50 % (entsprechend 0,50) erzielt. Hinsichtlich des Bestimmtheitsmaßes hat das OLG Stuttgart festgestellt, dass diese bei Werten von 0,051 bzw. 0,054 sehr nahe an Null liegen und damit keine ausreichende Signifikanz aufweisen (OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08). Selbst bei Werten von 0,07 bzw. 0,11 wird die statistische Güte als zu gering für eine Verwendung des unternehmenseigenen Betas eingestuft (OLG Stuttgart, 22. September 2009, 20 W 20/06). Grundsätzlich gibt es jedoch keine eindeutige Untergrenze für eine statistische Aussagefähigkeit des Bestimmtheitsmaßes.

### T-Test

Neben der Beurteilung des Bestimmtheitsmaßes bietet sich der T-Test zur Überprüfung der statistischen Signifikanz an. Der T-Test ist ein statistisches Verfahren zur Überprüfung von Hypothesen. Dabei wird, stark vereinfacht gesprochen, untersucht, ob das stets anhand einer Stichprobe für einen Mehrjahreszeitraum (i. d. R. zwei oder fünf Jahre) ermittelte Beta statistisch einen gesicherten Zusammenhang zwischen Aktienkurs- und Marktrendite widerspiegelt. Ein statistischer Zusammenhang zwischen Aktienkurs- und Marktrendite kann bei diesem Verfahren allerdings immer nur mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (der sogenannten Konfidenzwahrscheinlichkeit), typischerweise 95 % oder 99 %, vermutet werden.

In Abhängigkeit von der geforderten Konfidenzwahrscheinlichkeit und der Anzahl der Renditekombinationen zwischen Index und Aktie gibt es Tabellenwerke, die den geforderten T-Wert enthalten. Ist der im Einzelfall berechnete Absolutwert der Prüfgröße (T-Wert) größer als der Tabellenwert der T-Verteilung (T-kritisch), dann wird mit einer hohen Wahrscheinlichkeit von einem statistisch gesicherten Zusammenhang ausgegangen. Anders ausgedrückt bedeutet dies, dass die Wahrscheinlichkeit, die beobachtete Punktwolke zu erhalten, ohne dass dabei die Marktrendite einen Einfluss auf die Aktienkursrendite hat, unter 5 % bzw. 1 % liegt (Dörschell et al., WPg 2008, S. 1152 ff.).

### Zeitraum der Betaberechnung

Eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz ist für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung notwendig. Ein erhöhter Stichprobenumfang erhöht bekannterweise aus statistischer Sicht die Ergebnisgenauigkeit. In der Praxis werden Beobachtungszeiträume von fünf Jahren mit monatlichen, sowie zwei und ein Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet (OLG Frankfurt, 20. Juli 2016, 21 W 21/14; OLG Düsseldorf, 10. März 2016, I-26 14/13; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12).

Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z. B. ein oder zwei Jahren (OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10; OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11; LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08). Lange Zeiträume, in denen abnormale Kursschwankungen durch Strukturbrüche stattgefunden haben, die u. a. durch einen Börsengang oder ein Squeeze-out-Verfahren hervorgerufen wurden, oder in denen sich Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen eingestellt haben, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet (OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08).

### Originärer Betafaktor der CONET Technologies AG

Für börsennotierte Unternehmen kann grundsätzlich ein historischer Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Die Vorzugsaktien der CONET Technologies AG werden allerdings infolge des Delistings seit Ende Oktober 2015 nicht mehr an einem Börsenplatz notiert bzw. gehandelt. Die Stammaktien der CONET Technologies AG waren zu keinem Zeitpunkt zum Handel an einer Wertpapierbörse zugelassen.

Vor diesem Hintergrund führt der Bewertungsgutachter zur Ableitung des Betafaktors eine Analyse vergleichbarer Unternehmen und Branchen durch, um im Ergebnis auf den Betafaktor einer sogenannten Peer Group abstellen zu können. Der Bewertungsgutachter stellt dar, dass diese Peer Group ein dem Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko aufweise und demnach die abgeleiteten Betafaktoren zur Bestimmung der Kapitalkosten für die CONET Technologies AG herangezogen werden können.

Die Schlussfolgerung des Bewertungsgutachters ist zutreffend. Aufgrund der fehlenden Börsennotierung kann die Bestimmung der risikoäquivalenten Kapitalkosten nicht aus originären Aktienkursdaten der CONET Technologies AG abgeleitet werden.

#### Betafaktor der Peer Group

Der Bewertungsgutachter hat entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen (**Peer Group**) abgestellt. Dieses Vorgehen entspricht der gängigen Praxis und wird auch von der Rechtsprechung anerkannt (OLG Celle, 19. April 2007, 9 W 53/06; OLG Karlsruhe, 16. Juli 2008, 12 W 16/02; OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07; OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/15; OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09).

Zur Herleitung einer geeigneten Peer Group hat der Bewertungsgutachter die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf die Geschäftstätigkeit der CONET Technologies AG untersucht. Anhand dieser Kriterien wurde eine Gruppe potentieller Vergleichsunternehmen identifiziert, welche in vergleichbaren Haupttätigkeitsfeldern wie die CONET Technologies AG aktiv sind. Hierbei hat PwC Unternehmen der Branche Informationstechnologie mit Hauptsitz in Deutschland herangezogen. Die Auswahl an potentiellen Vergleichsunternehmen wurde anschließend durch ein zweistufiges Verfahren anhand qualitativer und quantitativer Kriterien zu einer sogenannten „Short-List“ verdichtet. Dabei wurde zunächst das Geschäftsmodell eines jeden Unternehmens mit dem der CONET Technologies AG verglichen und anhand eines Scoringmodells bewertet. In einem zweiten Schritt wurden quantitative Kriterien, wie Unternehmensgröße und EBITDA-Marge, untersucht und ebenfalls unter Zuhilfenahme eines Scoringmodells bewertet. Zudem wurde im Rahmen der Zusammenstellung der Peer Group eine ausreichende statistische Signifikanz der Betafaktoren überprüft. Hierbei wurden umfassende Liquiditätsanalysen zu den Aktien der Peer Group-Unternehmen durchgeführt.

Wir haben die vom Bewertungsgutachter aus der Peer Group abgeleiteten Betafaktoren durch eigene Analysen zur Peer Group sowie eigene Berechnungen auf Grundlage der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg nachgeprüft. Dabei haben wir das Bestimmtheitsmaß der Betafaktoren ermittelt sowie die Betafaktoren der Peer Group anhand des T-Tests auf ihre statistische Signifikanz überprüft. Bezüglich weiterer Einzelheiten zu der vom Bewertungsgutachter zusammengestellten Peer Group verweisen wir zur Vermeidung von Wiederholungen auf Abschnitt C.VII.2. der Gutachtlichen Stellungnahme von PwC.

Darüber hinaus haben wir eigene Analysen zur Zusammensetzung einer möglichen Peer Group durchgeführt. Unsere Analyse bestätigt die von PwC identifizierte Peer Group. Unsere Peer Group-Recherche ergab jedoch darüber hinaus weitere, insbesondere im Hinblick auf die Geschäftstätigkeit, vergleichbare Unternehmen. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir daher die von PwC identifizierte Gruppe von Vergleichsunternehmen um drei weitere, unseres Erachtens mit der CONET Technologies AG vergleichbare Unternehmen erweitert. Hierbei sind wir uns bewusst, dass diese Unternehmen hinsichtlich der Größe, des Vertriebsgebietes, der Profitabilität oder des Produktangebotes nicht exakt mit der CONET Technologies AG vergleichbar sind. Gleichwohl sind wir der Auffassung, dass diese Unternehmen ein der CONET Technologies AG vergleichbares systematisches Risiko aufweisen. Die von uns vorgenommene Erweiterung der Peer Group ist kein Indiz für die Unvollständigkeit der vom Bewertungsgutachter zusammengestellten Peer Group, sondern vielmehr Ergebnis unserer Markt- und Wettbewerbsanalyse.

Die von uns ergänzend in die erweiterte Peer Group aufgenommenen Unternehmen sind:

#### KPS AG, Unterföhring

Die KPS AG mit Sitz in Unterföhring ist eine Technologie-Beratung mit Spezialisierung auf den Handel und die Konsumgüterindustrie. Das Leistungsspektrum umfasst die Planung, das Design und die Umsetzung von Prozessen und Software-Lösungen auf allen Ebenen. 2016 erwirtschafteten rund 450 Mitarbeiter Umsatzerlöse in Höhe von EUR 145 Mio. Davon wurden ca. 83 % in Deutschland erzielt. Die EBIT-Marge betrug 15,4 %.

#### Adesso AG, Dortmund

Die Adesso AG mit Sitz in Dortmund ist ein Systemhaus, das IT-Dienstleistungen und Softwarelösungen anbietet. Dabei umfasst der Geschäftsbereich „Solutions“ den Vertrieb von Software mit hohem Standardisierungsgrad, während im Geschäftsbereich „Services“ das Projektgeschäft in Form von vorbereitender und flankierender Beratung sowie Softwareentwicklung gebündelt ist. Zum 30. Juni 2017 beschäftigte die Gesellschaft rund 2.448 Mitarbeiter. Im Geschäftsjahr 2016 wurden Umsatzerlöse in Höhe von rund EUR 260 Mio. erzielt. Davon entfielen ca. 79 % auf den deutschen Absatzmarkt. Die EBIT-Marge betrug 6,4 %.

#### SNP AG, Heidelberg

Die SNP AG mit Sitz in Heidelberg ist ein IT-Beratungsunternehmen. Das Leistungsspektrum umfasst u. a. den Vertrieb von selbst entwickelten Software-Lösungen sowie kundenindividuelle Beratungsleistungen. Die Gesellschaft beschäftigt rund 1.250 Mitarbeiter (Stand: August 2017) und erzielte 2016 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 81 Mio., wobei rund 50 % der Umsatzerlöse im Inland erzielt wurden. Die EBIT-Marge betrug 7,8 %.

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren der Peer Group um Kapitalstruktureffekte wurden die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren der verschuldeten Peer Group-Unternehmen vom Bewertungsgutachter in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (sogenanntes „unleverage“), um eine Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt herstellen zu können (OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10; OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09; OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09; OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08;).

Die Umrechnung erfolgte nach einer zweistufigen Anpassungsformel auf Basis des Verhältnisses von Nettofremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals. Grundsätzlich wurden hier die jeweiligen durchschnittlichen Verschuldungsgrade der Peer Group-Unternehmen im entsprechenden Betrachtungszeitraum der jeweiligen Analyse zur Bestimmung der Betafaktoren in der Vergangenheit herangezogen. Der Wertbeitrag von Steuervorteilen (Tax Shield) der Peer Group-Unternehmen wurde von Seiten PwC als unsicher unterstellt (OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11).

Das Ergebnis unserer Analyse auf Basis wöchentlicher Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von **zwei Jahren** und unter Berücksichtigung des durchschnittlichen Verschuldungsgrades stellt sich wie folgt dar:

Name	Index	R <sup>2</sup>	T-Test	levered Beta	unlevered Beta 2 Jahre
CANCOM SE	CDAX	0,21	+	0,70	0,77
KPS AG	CDAX	0,14	+	0,89	0,92
ADESSO AG	CDAX	0,09	+	n/a	n/a
SNP SCHNEIDER-NEUREITHER & PARTNER	CDAX	0,14	+	0,97	1,00
CENIT AG	CDAX	0,25	+	0,85	1,05
<b>Mittelwert</b>				<b>0,85</b>	<b>0,94</b>
<b>Median</b>				<b>0,87</b>	<b>0,96</b>

Name	Index	R <sup>2</sup>	T-Test	levered Beta	unlevered Beta 2 Jahre
CANCOM SE	MSCI World	0,18	+	0,74	0,76
KPS AG	MSCI World	0,08	+	n/a	n/a
ADESSO AG	MSCI World	0,05	-	n/a	n/a
SNP SCHNEIDER-NEUREITHER & PARTNER	MSCI World	0,13	+	1,08	1,11
CENIT AG	MSCI World	0,25	+	0,97	1,20
<b>Mittelwert</b>				<b>0,93</b>	<b>1,02</b>
<b>Median</b>				<b>0,97</b>	<b>1,11</b>

Der Betrachtungszeitraum für die Ermittlung der oben dargestellten Betafaktoren beginnt am 30. September 2015 und endet am 30. September 2017. PwC hat die Betafaktoren ebenfalls für den zuvor genannten Zeitraum erhoben.

Die von uns ermittelten unverschuldeten Betafaktoren auf Basis monatlicher Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von **fünf Jahren** sowie unter Berücksichtigung des durchschnittlichen Verschuldungsgrads sind in der folgenden Tabelle dargestellt.

Name	Index	R <sup>2</sup>	T-Test	levered Beta 5 Jahre	unlevered Beta
CANCOM SE	CDAX	0,20	+	1,08	1,25
KPS AG	CDAX	0,08	-	n/a	n/a
ADESSO AG	CDAX	0,11	+	n/a	n/a
SNP SCHNEIDER-NEUREITHER & PARTNER	CDAX	0,03	-	n/a	n/a
CENIT AG	CDAX	0,21	+	0,81	1,13
<b>Mittelwert</b>				<b>0,95</b>	<b>1,19</b>
<b>Median</b>				<b>0,95</b>	<b>1,19</b>

Name	Index	R <sup>2</sup>	T-Test	levered Beta 5 Jahre	unlevered Beta
CANCOM SE	MSCI World	0,15	+	1,27	1,40
KPS AG	MSCI World	0,01	-	n/a	n/a
ADESSO AG	MSCI World	0,02	-	n/a	n/a
SNP SCHNEIDER-NEUREITHER & PARTNER	MSCI World	0,06	-	n/a	n/a
CENIT AG	MSCI World	0,12	+	0,84	1,17
<b>Mittelwert</b>				<b>1,05</b>	<b>1,29</b>
<b>Median</b>				<b>1,05</b>	<b>1,29</b>

Der Betrachtungszeitraum für die Ermittlung der oben dargestellten Betafaktoren beginnt am 23. September 2012 und endet am 30. September 2017. PwC hat die Betafaktoren ebenfalls für den zuvor genannten Zeitraum erhoben.

Die von PwC berechneten Mittelwerte der unverschuldeten Betafaktoren auf monatlicher Basis für einen Zeitraum von fünf Jahren sowie auf wöchentlicher Basis über einen Zeitraum von zwei Jahren liegen gerundet zwischen 0,94 und 1,29. Auf Basis dieser Ergebnisse hat der Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung der im Zeitablauf zyklischen Struktur des IT-Marktes sowie der Klumpenrisiken in der Kundenstruktur und der Konzentration auf den deutschen Absatzmarkt den unverschuldeten **Betafaktor** mit **1,1** angesetzt.

Im Einzelnen weichen die von uns ermittelten Betafaktoren von der Berechnung durch den Bewertungsgutachter geringfügig ab. Nicht zuletzt die von uns vorgenommene Erweiterung der Peer Group zeigt aber, dass die vom Bewertungsgutachter ermittelten Ergebnisse angemessen sind.

Aus unseren ergänzenden Analysen ergibt sich keine Beanstandung der vom Bewertungsgutachter verwendeten Vergleichsunternehmen.

Anhand unserer ergänzenden Analysen ergibt sich kein Anhaltspunkt dafür, dass der von PwC ermittelte Betafaktor unangemessen ist. Wir halten den von PwC verwendeten Betafaktor in Höhe von **1,1** für die Ermittlung des Risikozuschlags der CONET Technologies AG für angemessen. Hierbei haben wir auch die Unsicherheiten bei der Vermarktung der Software UCRS beachtet.

### c) Wachstumsabschlag

Im Rahmen der Ertragswertermittlung ist für die Fortführungsphase ein Wachstumsabschlag festzulegen. Der Bewertungsgutachter hat den Wachstumsabschlag mit insgesamt **1,12 %** für die CONET Technologies AG festgelegt. Dieser Wert setzt sich aus einem preisbedingten Wachstum in Höhe von **0,75 %-Punkten** sowie den Auswirkungen aus der Konvergenzphase in Höhe von **0,37 %-Punkten** zusammen. Den vom Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlag haben wir auf Plausibilität geprüft.

Unter Einbezug der Verbraucherpreisentwicklung des vergangenen Dreijahres-Zeitraums ergibt sich eine jährliche Erhöhung der Verbraucherpreise um rund 0,66 %. Schätzungen von Bankanalysten für die Veränderung der Konsumentenpreise in den Jahren 2016 bis 2018 bewegen sich für Deutschland laut einer Übersicht des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg in einem Bereich von 0,10 % bis 2,70 %, der Durchschnitt über diesen Dreijahres-Zeitraum beträgt 1,23 %. Der Internationale Währungsfonds erwartet für das Jahr 2017 ein Wachstum der Verbraucherpreise von rund 1,56 %, für die Folgejahre liegen die Erwartungen auf einem etwas niedrigeren Niveau.

Bei der Bemessung des Wachstumsabschlages ist stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens bzw. der Branche abzustellen. Insoweit können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen naturgemäß voneinander abweichen. Dies gilt umso mehr, je internationaler ein Unternehmen tätig ist. Nach einer Untersuchung von Widmann et al. (FB 2003, S. 800 ff.) beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum westdeutscher Industrieunternehmen unabhängig von Konjunkturzyklen 45 % bis 50 % der durchschnittlichen Preissteigerungsrate. Das nur unterdurchschnittliche Gewinnwachstum wird durch die Untersuchung von Stellbrink (Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 125 f.) bestätigt. Die Auffassung, wonach der Wachstumsabschlag im Allgemeinen niedriger sein muss als die Inflationsrate, spiegelt die herrschende Meinung wider (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2012, S. 293; WP-Handbuch 2014, Bd. II, Abschnitt A Tz. 489, und insbesondere die dort in der Fußnote 793 zitierte Auswertung der Rechtsprechung). Nach in der Rechtsprechung geteilter Auffassung ist auch die Beteiligung an einem Unternehmen nicht völlig inflationssicher (OLG Düsseldorf, 11. April 1998, 19 W 32/86). Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich (OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06).

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Märkte für Informationstechnologie/-dienstleistungen auch die Wettbewerbsposition der CONET Technologies AG innerhalb des Branchenumfeldes zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Überschusses in der Zukunft gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraumes nicht ohne Weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszinssatz verwendet werden. Dies gilt insbesondere auch vor dem Hintergrund, da das Ergebniswachstum der CONET Technologies AG in der Detailplanungsphase durch den beabsichtigten Personalaufbau geprägt ist. Dieses Mengenwachstum setzt sich jedoch annahmegemäß in der Konvergenzphase nicht fort.



Das starke Wachstum der Detailplanungsphase kann daher nicht als nachhaltig angesehen werden.

Der Bewertungsgutachter hat eine ausführliche Analyse der Wachstumsaussichten im relevanten Markt- und Wettbewerbsumfeld unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Wettbewerbsposition der Gesellschaft durchgeführt. Dabei wurden auch die Herausforderungen für die Gesellschaft im Hinblick auf die Wettbewerbssituation sowie den zunehmenden Wettbewerb um qualifizierte Fachkräfte berücksichtigt. Auskunftsgemäß stellt die Rekrutierung einer ausreichenden Anzahl qualifizierter Mitarbeiter einen entscheidenden Faktor für das künftige Wachstum der CONET Technologies AG dar. Die Gesellschaft geht nicht davon aus, dass künftige Personalkostensteigerungen in vollem Umfang an die Kunden weitergegeben werden können. Erst zum Ende der Konvergenzphase wird davon ausgegangen, dass Preissteigerungen und Personalkostensteigerungen sich prozentual entsprechen.

Neben dem preisbedingten Wachstum hat der Bewertungsgutachter das Wachstum der Konvergenzphase im Wachstumsabschlag reflektiert. Hieraus resultiert ein zusätzlicher Wachstumsabschlag in Höhe von 0,37 %-Punkten. Wir haben uns von der zutreffenden finanzmathematischen Ermittlung dieses zusätzlichen Wachstumsabschlags überzeugt und halten die Vorgehensweise für angemessen.

Vor diesem Hintergrund halten wir die Einschätzung von PwC für nachvollziehbar, nachhaltig von einer Wachstumsrate in Höhe von 0,75 % auszugehen. Die ergänzende Berücksichtigung des Wachstums der Konvergenzphase in Höhe von 0,37 % im Wachstumsabschlag halten wir für angemessen.

#### **d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes**

Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Detailplanungs- und Fortführungsphase wurde sachgerecht vorgenommen. Wir haben uns von der zutreffenden finanzmathematischen Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes überzeugt.

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem Kapitalisierungszinssatz führt, der nicht äquivalent zu den zu kapitalisierenden Jahresergebnissen steht. In der Folge kann es daher zu einer unrealistischen Abfindung kommen (OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11).

## **5. Ertragswertberechnung**

Aufbauend auf der in der Gutachtlichen Stellungnahme erläuterten Planungsrechnung wurde der Ertragswert wie folgt abgeleitet:

### **a) Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung**

Als Grundlage für die Dividendenbesteuerung der Aktionäre der CONET Technologies AG ist es erforderlich, eine Ausschüttungsquote abzuleiten. Nach IDW S 1 i.d.F. 2008 ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzeptes und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen.

Der Bewertungsgutachter ist in Abstimmung mit der Gesellschaft für die Detailplanungsphase und für die Phase der ewigen Rente von einer typisierten Ausschüttungsquote von 50 % ausgegangen. Diese Ausschüttungsquote orientiert sich an dem marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhalten (Wagner et al., WPg 2008, S. 733). Mit dieser Ausschüttungsquote wird ein Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens abgebildet, das äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist (Gorny/Rosenbaum, WPg 2004, S. 861; OLG Düsseldorf, 11. Mai 2015, 26 W 2/13). Hinsichtlich der Thesaurierung nimmt der Bewertungsgutachter eine Differenzierung vor: in der Detailplanungsphase werden 25 % der Thesaurierung dem Anteilseigner fiktiv zugerechnet. Die übrigen 75 % verbleiben im Unternehmen und werden zu Finanzierungszwecken verwendet. In der Phase der ewigen Rente geht der Bewertungsgutachter von einer fiktiven Thesaurierung aus und rechnet die Beträge den Anteilseignern zu.

### **b) Einkommensteuern**

Der Bewertungsgutachter hat für die Unternehmensbewertung die geplanten Ausschüttungen um persönliche Steuern reduziert. Für Dividenden wurde ein Abgeltungsteuersatz von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Wertsteigerungen aufgrund von Thesaurierungen wurden um den typisierten Veräußerungsgewinnsteuersatz von 12,5 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag vermindert.

Die CONET Technologies AG verfügt über ein steuerliches Einlagekonto i. S. v. § 27 Abs. 1 KStG in Höhe von rund EUR 2,1 Mio., wobei die Abspaltung der Questax GmbH noch nicht berücksichtigt ist. Aufgrund der Abspaltung der Questax GmbH wird sich die Höhe des steuerlichen Einlagekontos der CONET Technologies AG aber noch reduzieren. Aus dem steuerlichen Einlagekonto sind Ausschüttungen vorzunehmen, sofern kein steuerlich ausschüttbarer Gewinn für die jeweilige Periode ermittelt wurde. Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto sind als Einlagenrückgewähr anzusehen und sind als solche steuerfrei.

Auf Ebene des Anteilseigners mindern die aus dem steuerlichen Einlagekonto getätigten Ausschüttungen aber die Anschaffungskosten des Anteilseigners für die Aktien und erhöhen insofern einen späteren Veräußerungsgewinn.

Da zum Zeitpunkt der Bewertungsarbeiten sowie bis zum Ende unserer Prüfung noch kein Bescheid über die gesonderte Feststellung der Höhe des steuerlichen Einlagekontos anhand der Steuerdeklaration für den Veranlagungszeitraum 2016 vorlag, wurde vom steuerlichen Berater der Gesellschaft eine vereinfachte Fortschreibung vorgenommen.

Im Rahmen der Bewertung der CONET Technologies AG wurde davon ausgegangen, dass alle in der Vergangenheit erfolgten Erhöhungen des steuerlichen Einlagekontos von den Finanzbehörden anerkannt werden. Offizielle Prüfungsfeststellungen der Finanzbehörden zur Höhe des steuerlichen Einlagekontos der CONET Technologies AG sind uns nicht bekannt.

Trotz der Existenz eines steuerlichen Einlagekontos der CONET Technologies AG können im Rahmen der Unternehmensbewertung die Ausschüttungen an die Anteilseigner nicht als steuerfrei behandelt werden. Ursächlich ist hierfür die Konstellation zwischen der Höhe des steuerbilanziellen Eigenkapitals und der Höhe des steuerlichen Einlagekontos. Der steuerliche Berater der Gesellschaft hat die Entwicklung des steuerlichen Einlagekontos und des steuerbilanziellen Eigenkapitals vor dem Hintergrund der beabsichtigten Ausschüttungen analysiert. Auf dieser Basis ist nicht von einer Steuerfreiheit der beabsichtigten Ausschüttungen auszugehen. Wir haben uns von der Richtigkeit der Berechnungsmethode überzeugt.

Seit 2009 sind die Auswirkungen der Abgeltungsteuer für Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Die Abbildung der künftigen Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt sowohl von der unterstellten Haltedauer der Aktien, der thesaurierungsbedingten Wertentwicklung beim Bewertungsobjekt als auch der Alternativanlage ab (Wiese, WPg 2007, S. 368 ff.). Zur Bestimmung des Zeitpunktes der Veräußerungsbesteuerung und des daraus resultierenden marktdurchschnittlichen Veräußerungsgewinnsteuersatzes sind Typisierungen vorzunehmen (OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13).

Eine Besteuerung sämtlicher realisierter Veräußerungsgewinne ist zwar erst für Unternehmensanteile vorgesehen, die nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden, gleichwohl dürfte sich die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen in dem Preisbildungsprozess am Kapitalmarkt bereits seit dem 1. Januar 2009 niederschlagen, da seitdem der vorübergehend noch steuerfreien Realisierung von Kursgewinnen durch Veräußerung von „Altbeständen“ von vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Aktien ein Erwerb durch Anteilseigner gegenübersteht, welche die Veräußerungsgewinnbesteuerung ihrerseits preismindernd berücksichtigen werden. Entscheidend ist hierbei auch, dass es primär nicht um die Höhe der Veräußerungsgewinnbesteuerung der konkreten Barabfindung nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses, sondern die - vorgelagerte - Berechnung des Ertragswertes bei unterstellt unendlicher Lebensdauer des Unternehmens im unveränderten Konzept als solche geht.

Nach der Diskussion im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer ist davon auszugehen, dass eine typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von **12,5 %** zuzüglich Solidaritätszuschlag (13,1875 %) sachgerecht ist (Zeidler et al., FB 2008, S. 281; Wagner et al., WPg 2008, S. 736; OLG München, 5. Mai 2015, 31 Wx 366/13). Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen sowie die nachhaltig inflationsbedingten Wertsteigerungen in der ewigen Rente wurden anstelle der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer von 13,1875 % belastet.

Wir erachten die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters zur Berücksichtigung der Einkommensteuer und der Veräußerungsgewinnbesteuerung als sachgerecht.

### **c) Kapitalisierung der Nettozuflüsse**

Die Kapitalisierung der erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und der fiktiv unmittelbar zurechneten Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits haben wir nachvollzogen.

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen ist der Bewertungsgutachter davon ausgegangen, dass die Gewinnausschüttungen zum Bilanzstichtag erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge wurden folglich vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres auf den technischen Bewertungsstichtag ab- und dann auf den tatsächlichen Bewertungsstichtag aufgezinnt. Diese Vorgehensweise deckt sich mit der Rechtsprechung des OLG Stuttgart, das auch hinsichtlich des Wertbeitrags aus Thesaurierung darauf verweist, dass die Unternehmensbewertung nicht alleine auf tatsächliche Zahlungszuflüsse abstellt (OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06). Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierung der ewigen Rente erfolgte daher ebenfalls auf den technischen Bewertungsstichtag, und sodann wurde auf den tatsächlichen Bewertungsstichtag aufgezinnt.

Zur Finanzierung des Wachstums des betrieblichen Vermögens bei einer konstanten Kapitalstruktur in der Phase der ewigen Rente ist es aus bewertungstechnischen Gründen erforderlich, eine Thesaurierung zu berücksichtigen. Diese Mittel verbleiben dauerhaft im Unternehmen und dienen der Erwirtschaftung von Wachstum und Unternehmenswertsteigerungen nach dem letzten Planjahr. Die Berücksichtigung dieser Wachstumsthesaurierung durch den Bewertungsgutachter ist sachgerecht und auch von der Rechtsprechung anerkannt (OLG Stuttgart, 22. September 2009, 20 W 20/06).

Die Phasenmethode wurde nach unserer Überzeugung sachgerecht angewendet. Wir haben uns durch Kontrollrechnungen von der finanzmathematischen Richtigkeit des Ertragswertes überzeugt.

#### **IV. Sonderwerte**

Die CONET Technologies AG sowie die CONET Services GmbH verfügen zum 31. März 2017 über ein körperschaftsteuerliches Guthaben in Höhe von insgesamt rund TEUR 1. Der Bewertungsgutachter hat das Körperschaftsteuerguthaben als Sonderwert in Ansatz gebracht. Die vom Bewertungsgutachter getroffene Vorgehensweise ist sachgerecht.

#### **V. Unternehmenswert**

Unter Bezugnahme auf die Darstellung in der Gutachtlichen Stellungnahme von PwC (Abschnitt C.X.) ergibt sich insgesamt für die CONET Technologies AG zum Bewertungsstichtag 20. Dezember 2017 ein Unternehmenswert in Höhe von **TEUR 98.339**, der sich aus dem aufgezinsten Ertragswert sowie dem Sonderwert ergibt. Dieser Ertragswert entfällt in Höhe von TEUR 46.415 auf Vorzugsaktien und in Höhe von TEUR 51.924 auf Stammaktien

Wir haben die Berechnung des Unternehmenswerts und die Aufteilung auf Vorzugs- und Stammaktien nachvollzogen. Der Wert ist zutreffend abgeleitet.

#### **VI. Wert je Aktie**

Das Grundkapital der CONET Technologies AG in Höhe von TEUR 3.030 ist eingeteilt in 2.995.750 auf den Inhaber lautende Stückaktien, davon 1.650.000 Stammaktien und 1.345.750 stimmrechtslose Vorzugaktien. Jede Stammaktie gewährt gemäß § 15 der Satzung der CONET Technologies AG in der Hauptversammlung eine Stimme.

In § 19 Abs. 1 der Satzung der CONET Technologies AG ist geregelt, dass im Falle der Gewinnausschüttung die Vorzugsaktionäre vorrangig bedient werden. Die Vorzugsaktionäre erhalten einen Dividendenvorzug in Höhe von 2 % des auf ihren Anteilsbesitz entfallenden Betrags des Grundkapitals der Gesellschaft. Darüber hinaus sieht § 19 Abs. 3 der Satzung der CONET Technologies AG vor, dass sich der Anteil jedes Aktionärs an dem auszuschüttenden Teil des Bilanzgewinns nach seinem Anteil am Grundkapital richtet. Die Vorzugsaktionäre erhalten dabei eine um 20 % höhere Dividende als die Stammaktionäre (Vorzugsdividende).

Vor dem Hintergrund der satzungsmäßig geregelten Gewinnverteilung für Stamm- und Vorzugsaktien, hat der Bewertungsgutachter im Hinblick auf die geplanten Ausschüttungen die Vorzugsdividenden berücksichtigt. Der Bewertungsgutachter hat daher für die Vorzugsaktien einen Wert in Höhe von **EUR 34,49 je Vorzugsaktie** und für die Stammaktien einen Wert in Höhe von **EUR 31,47 je Stammaktie** ermittelt.

Die sich aus der Existenz von Stamm- und Vorzugsaktien ergebenden Bewertungskonsequenzen zur Bemessung der Abfindung von Minderheitsaktionären sind in der Rechtsprechung umstritten. Miteinander konkurrieren hier das Stimmrecht und der damit verbundene Einfluss auf die Entwicklung des Unternehmens sowie die unterschiedlichen Dividendenansprüche.

Die Diskussion einer wertmindernden Berücksichtigung (fehlender) Herrschaftsrechte wird in der Rechtsprechung und Kommentierung umfassend unter dem Begriff „Minderheitsabschlag“ diskutiert (Adolff, in Hüttemann/Fleischer, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, S. 383; Hüttemann, CF 2016, S. 469; Ruthardt, NZG 2014, S. 972 ff.). Die Begründungen differieren hierbei stark.

In der Rechtsprechung weisen beispielsweise das OLG Frankfurt (28. März 2014, 21 W 15/11) und das OLG Düsseldorf (10. Juni 2009, 26 W 1/07) auf die Notwendigkeit einer differenzierten Bewertung von unterschiedlich ausgestalteten Aktiegattungen bei Vorliegen einer „Mehrdividende“ hin. In der relevanten Bewertungsliteratur wird insbesondere dann, wenn Vorzugsaktionäre eine echte Zusatzdividende erhalten dazu tendiert, ihnen einen überquotalen Anteil am Unternehmenserfolg zuzuweisen.

Auf Basis unserer ergänzenden Analysen haben wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters nachvollzogen. Wir halten die Berücksichtigung der satzungsmäßig geregelten Vorzugsdividende im Rahmen der Bewertung der Vorzugsaktien im Hinblick auf die geplanten Ausschüttungen der Gesellschaft für sachgerecht.

Wir haben die Berechnung des Werts je Stamm- und Vorzugsaktie nachvollzogen. Die Werte sind zutreffend abgeleitet.

## **VII. Vergleichsorientierte Bewertung**

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder aus Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143).

Der Bewertungsgutachter stellt dar, dass die Bewertungspraxis verschiedene Erfolgsgrößen für die Anwendung von Multiplikatoren kennt. Für Plausibilisierungszwecke erscheint dem Bewertungsgutachter für die CONET Technologies AG insbesondere der EBIT-Multiplikator geeignet, da damit beispielsweise der Einfluss von unterschiedlichen Anlageintensitäten und Aktivierungsquoten vermindert werden kann. Demzufolge wird die kapitalmarktorientierte Bewertung der CONET Technologies AG unter Verwendung von EBIT-Multiplikatoren durchgeführt.

Als Grundlage für die Ableitung der Multiplikatoren stellt der Bewertungsgutachter auf die durchschnittlichen EBIT-Schätzungen der Geschäftsjahre 2018/19 bis 2020/21 ab.

Auf Basis der Plausibilisierung mit EBIT-Multiplikatoren kommt der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis, dass der Wert des nach IDW S 1 i.d.F. 2008 ermittelten Eigenkapitals unter Berücksichtigung von zinstragenden Positionen und Sonderwerten innerhalb der Bandbreite des Unternehmenswertes auf Basis der Multiplikatoren liegt. Insofern erachtet der Gutachter den Ertragswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 für plausibel.

Wir haben die vom Bewertungsgutachter angestellten Überlegungen zur Multiplikatorbewertung und zur Ableitung der Multiplikatoren nachvollzogen.

Als Ergebnis dieser Plausibilisierungsüberlegungen ist festzustellen, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abgeleitete Unternehmenswert der CONET Technologies AG innerhalb der Marktbewertungen vergleichbarer Unternehmen liegt. Die Ermittlung der vergleichsorientierten Bewertung durch den Bewertungsgutachter ist sachgerecht erfolgt. Im Ergebnis ergeben sich aus diesen Plausibilitätsüberlegungen keine Anhaltspunkte dafür, dass der ermittelte Unternehmenswert im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld zu gering ist.

### **VIII. Berücksichtigung des Börsenkurses**

Bei der Bemessung der Abfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung grundsätzlich der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie nicht außer Betracht bleiben (BVerfG, 27. April 1999, 1-BvR-1613/94).

Nachdem es sich im vorliegenden Fall um eine nicht (mehr) börsennotierte Gesellschaft handelt, da das Delisting der CONET Technologies AG-Aktie im Oktober 2015 erfolgt ist und die CONET Technologie AG-Aktie an keinem Börsenplatz mehr gehandelt wird, bleibt der Börsenkurs bei der Ermittlung der Abfindung nach § 327c AktG außer Betracht (vgl. unsere Ausführungen zum Delisting in Abschnitt C.II.4).

Dem vor dem Delisting zu beobachtenden Börsenkurs kommt bei der Ermittlung der Barabfindung keine Bedeutung zu.

## **IX. Sensitivitätsrechnung**

Zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CONET Technologies AG auf die Conet Holding haben wir die Berechnungen des Bewertungsgutachters in einem eigenen Bewertungsmodell nachvollzogen. Für Zwecke der Sensitivitätsrechnung haben wir ein vereinfachtes Modell abgeleitet, um den Einfluss der Veränderung verschiedener Parameter auf den Unternehmenswert zu überprüfen. Wir haben die wesentlichen Parameter der Unternehmensplanung und des Kapitalisierungszinssatzes variiert und die Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis überprüft. Insbesondere haben wir die Auswirkung einer isolierten Veränderung der Höhe des Basiszinssatzes um +/- 0,25 %-Punkte analysiert.

Wir weisen vorsorglich darauf hin, dass diese Sensitivitätsüberlegungen und die hieraus rechnerisch abgeleiteten Werte nur zu Plausibilisierungszwecken vorgenommen wurden. Die sich rechnerisch ergebenden Werte sind nicht dahingehend zu interpretieren, dass sie für sich genommen eine angemessene Barabfindung darstellen und somit in Widerspruch zu unserem Prüfungsurteil stehen.

Auf Basis unserer Sensitivitätsanalysen haben wir keine Anhaltspunkte dafür erlangt, dass der nach dem fundamental-analytischen Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert durch eine sachlich und ökonomisch zu rechtfertigende Kombination von Bewertungsparametern übertroffen werden könnte. Zwar führen einzelne Kombinationen aus höherem Ergebniswachstum, niedrigerem Risikozuschlag und höherer Wachstumsrate zu höheren Unternehmenswerten. Diese Kombinationen sind jedoch unseres Erachtens unplausibel, da höhere Ergebnismargen zusammen mit höheren Wachstumsraten typischerweise auch zu einem Anstieg der Unsicherheit bzw. des Risikos führen würden. Eine äquivalente Abbildung dieser Konstellationen im jeweiligen Bewertungskalkül würde daher unseres Erachtens nicht zu einer höheren Barabfindung führen.

Mit dem Vorstand der CONET Technologies AG haben wir intensiv über das Wettbewerbsumfeld, die Herausforderungen bei der Gewinnung zusätzlicher Mitarbeiter und die Erwartung der nachhaltigen Ergebnismarge diskutiert und uns die jeweiligen Zusammenhänge erläutern lassen.

Auf Basis der von uns angestellten Überlegungen zur Entwicklung der Absatzpreise und der Margenentwicklung im relevanten Marktumfeld der CONET Technologies AG haben unsere Analysen keine Hinweise darauf ergeben, dass der vom Bewertungsgutachter ermittelte Unternehmenswert für die CONET Technologies AG nicht angemessen ist.



**X. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung**

Aufgrund unserer Kenntnis der einschlägigen Teile des Übertragungsberichts des Hauptaktionärs, der uns erteilten Auskünfte und der Besprechungen mit den uns benannten Auskunftspersonen des durch den Hauptaktionär beauftragten Bewertungsgutachters, die diesen bei der Wertermittlung unterstützt haben, sowie der Durchsicht der dem abgeleiteten Ergebnis zugrunde liegenden Planungsrechnung und sonstigen Unterlagen stellen wir fest, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der CONET Technologies AG keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 327c Abs. 2 Satz 4 i. V. m. § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten sind.

## **F. Ermittlung der angemessenen Barabfindung**

Die Ausgangswerte für die Ermittlung der vorgeschlagenen Barabfindung sind in der als Anlage 3 zum Übertragungsbericht beigefügten Gutachtlichen Stellungnahme ausführlich dargestellt.

Aus dem nach dem Ertragswertverfahren abgeleiteten Unternehmenswert in Höhe von TEUR 98.338 sowie unter Berücksichtigung des Sonderwertes in Höhe von TEUR 1 wurde vom Bewertungsgutachter ein Unternehmenswert zum 20. Dezember 2017 in Höhe von TEUR 98.339 ermittelt. Der vom Bewertungsgutachter ermittelte Unternehmenswert entfällt unter Berücksichtigung der satzungsmäßig geregelten Gewinnverteilung in Höhe von TEUR 46.415 auf Vorzugsaktien und in Höhe von TEUR 51.924 auf Stammaktien. Der Bewertungsgutachter hat aus diesem Unternehmenswert einen Wert je Vorzugsaktie in Höhe von EUR 34,49 und ein Wert je Stammaktie in Höhe von EUR 31,47 abgeleitet.

Ein (durchschnittlicher) Börsenkurs als Untergrenze der angebotenen Barabfindung konnte aufgrund der nicht vorhandenen Börsennotierung nicht ermittelt werden.

Der Hauptaktionär der CONET Technologies AG hat daraufhin die Höhe der Barabfindung auf

**EUR 34,49 je Vorzugsaktie**  
und  
**EUR 31,47 je Stammaktie**

festgelegt.

Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

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

„Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die den ausscheidenden Aktionären der CONET Technologies AG, Hennef, infolge der beabsichtigten Übertragung der Aktien gemäß §§ 327a ff. AktG gewährt wird, in Höhe von EUR 34,49 je auf den Inhaber lautende Vorzugsaktie und in Höhe von EUR 31,47 je auf den Inhaber lautende Stammaktie angemessen.“

Köln, 30. Oktober 2017



Ebner Stolz GmbH & Co. KG

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

  
Jörg Neis  
Wirtschaftsprüfer

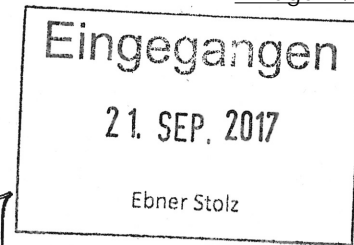
  
Dr. Nils Mengen  
Wirtschaftsprüfer



# Anlagen



91 O 26 /17



## Landgericht Köln

### Beschluss

In dem Verfahren  
betreffend den Ausschluss von Minderheitsaktionären  
hier: Bestellung eines Angemessenheitsprüfers gemäß § 327 c Abs. 2 AktG

an dem beteiligt ist:

Conet Technologies Holding GmbH, Alter Wall 65, c/o Belgrano & Co Unternehmensberatung GmbH, 20457 Hamburg, vertreten durch den Geschäftsführer Andreas Pabech, ebenda,

Antragstellerin,  
Verfahrensbevollmächtigter: Rechtsanwalt Crohn, Milbank pp LLP,  
Maximilianstraße 15, 80539 München

hat die 11. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln  
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Reiprich  
am 12.09.2017

beschlossen:

1. Zum sachverständigen Prüfer gemäß § 327 c Abs. 2 AktG wird bestellt:

**Ebner Stolz GmbH & Co KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Holzmarkt 1, 50676 Köln (verantwortlicher Prüfer: WP Jörg Neis)**

1. Die Kosten des Verfahrens trägt die Antragstellerin.
2. Der Geschäftswert wird auf 10.000,- € festgesetzt.

Gründe:

Die Antragstellerin ist Hauptaktionärin der Conet Technologies AG mit Sitz in Hennef. Sie hält nach ihren Angaben 96,81 % des Grundkapitals, nämlich von 2.900.292 von 2.995.750 Aktien. Sie beabsichtigt die Durchführung des Squeeze out gemäß § 327 a AktG und beantragt gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 3 AktG die Bestellung eines Angemessenheitsprüfers.

Dem Antrag ist zu entsprechen, die Voraussetzungen sind dargetan.

Die Kammer hat allerdings davon abgesehen, eine der von der Antragstellerin benannten Prüfungsgesellschaften oder deren Gesellschafter als sachverständigen Prüfer zu bestellen. Ausweislich der vorgelegten Schreiben hat es bereits Kontakte und zum Teil Absprachen hinsichtlich des Honorars zwischen der Antragstellerin und den benannten WP-Gesellschaften gegeben, weshalb die Bestellung eines außenstehenden Prüfers zu erfolgen hat.

Der bestellte Prüfer hat versichert, dass keine seiner Bestellung entgegenstehende Umstände vorlägen.

Die Kostenentscheidung beruht auf § 81 FamFG, § 22 Abs. 1 GNotKG die Festsetzung des Geschäftswertes auf §§ 67 Abs. 1 GNotKG.



Die Kammer weist darauf hin, dass der der Gesellschaft und den Aktionären zu erstattende Bericht des sachverständigen Prüfers gegenüber dem Bericht des Hauptaktionärs und Antragstellers ein eigenständiges Gutachten darstellen muss, welches die Parteinähe zum Hauptaktionär vermeidet und kritische Distanz zu dessen Bericht aufweist. Es geht nicht darum, lediglich eine Plausibilitätsprüfung des Übertragungsberichts und der dieser zu Grunde liegenden gutachtlichen Stellungnahme durchzuführen. Vielmehr ist nach der gesetzlichen Anordnung die Angemessenheit der festgelegten Abfindung zu prüfen.

Reiprich

Beglaubigt:

Röhrig, Justizbeschäftigte  
als Urkundsbeamter der Geschäftsstelle





## Abschrift

91 O 26/17



## Landgericht Köln

### Beschluss

In dem Verfahren  
betreffend den Ausschluss von Minderheitsaktionären  
hier: Bestellung eines Angemessenheitsprüfers gemäß § 327 c Abs. 2 AktG

an dem beteiligt ist:

Conet Technologies Holding GmbH, Alter Wall 65, c/o Belgrano & Co  
Unternehmensberatung GmbH, 20457 Hamburg, vertreten durch den  
Geschäftsführer Andreas Pabsch, ebenda,

Antragstellerin,

Verfahrensbevollmächtigter: Rechtsanwalt Krohn, Milbank pp LLP,  
Maximilianstraße 15, 80539 München

wird der Beschluss der Kammer vom 12.09.2017 wie folgt gemäß § 319 ZPO  
berichtigt:

1.

Name des Geschäftsführers der Antragstellerin: dieser lautet Andreas Pabsch.

2.

Name des Anwalts der Verfahrensbevollmächtigten: dieser lautet Malte Krohn.

3.

Die Anzahl der von der Antragstellerin gehaltenen Aktien der Gesellschaft beträgt  
entsprechend den Angaben des Antrags der Antragstellerin vom 12. September  
2017 (der "**Antrag**") insgesamt 2.900.293.

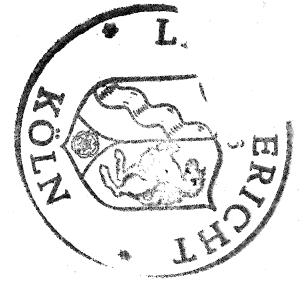
4. Der 3. Absatz der Gründe ("Die Kammer hat allerdings .....") wird gestrichen.

Köln, 05.10.2017

11. Kammer für Handelssachen

Der Vorsitzende

Reiprich  
Vorsitzender Richter am  
Landgericht



# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für

### Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

#### 1. Geltungsbereich

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

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

#### 2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

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

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

#### 3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

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

#### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

#### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

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

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

#### 7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

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

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

#### 8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

#### 9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

(4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(5) Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Abs. 2 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Pflichtprüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

## 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

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

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

## 11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

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

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

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

## 12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

## 13. Vergütung

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

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

## 14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

## 15. Anzuwendendes Recht

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