

Bericht über die Prüfung des
Beherrschungs- und Gewinnabführungs-
vertrages zwischen der

ALBA Group plc & Co. KG, Berlin,

und der

INTERSEROH SE, Köln,

nach § 293b Abs. 1 AktG

Inhalt	Seite
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	8
B. Gegenstand, Art, und Umfang der Prüfung	12
C. Prüfungsfeststellungen	14
I. Inhalt des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	14
1. Vorbemerkungen	14
2. Beteiligte Gesellschaften	14
3. Leitung	14
4. Gewinnabführung	15
5. Verlustübernahme	15
6. Ausgleich	16
7. Abfindung	17
8. Wirksamkeit und Dauer	18
9. Ergebnis	19
II. Art der Ausgleichszahlung und der Abfindung	19
1. Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG	19
2. Abfindung gemäß § 305 AktG	20
III. Angaben zur Bewertungsmethodik	21
1. Bewertungsgrundsätze	21
1.1. Vorbemerkungen	21
1.2. Zukunftserfolgswert	22
1.3. Liquidationswert	23
1.4. Substanzwert	24
2. Berücksichtigung des Börsenkurses	24
3. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung	25
4. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Ausgleichszahlung	26
IV. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	26
1. Bewertungsobjekt	26
1.1. Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	26
1.2. Segment Stahl- und Metallrecycling	28
1.3. Segment Dienstleistung	30
1.4. Segment Rohstoffhandel	33
1.5. Markt- und Wettbewerbsumfeld	35
2. Bewertungsstichtag	38

Inhalt	Seite
3. Ertragswertermittlung	39
3.1. Unternehmensplanung	39
3.2. Vergangenheitsanalyse	41
3.3. Planungsanalyse des Betriebsergebnisses	51
3.4. Ableitung des Ergebnisses für die Phase der ewigen Rente	65
3.5. Finanzergebnis	67
3.6. Berücksichtigung von Unternehmenssteuern	69
3.7. Ausschüttungsverhalten	70
3.8. Ertragsteuern der Anteilseigner	71
3.9. Ableitung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen	72
4. Kapitalisierungszinssatz	73
4.1. Vorbemerkungen	73
4.2. Basiszins	73
4.3. Risikozuschlag	76
4.4. Wachstumsabschlag	84
4.5. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz	86
5. Ertragswert	87
6. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	88
7. Unternehmenswert und Wert je Aktie	89
V. Börsenkurs	90
VI. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	93
VII. Ermittlung der Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG und der Abfindung gemäß § 305 AktG	93
1. Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG	93
1.1. Vorbemerkungen	93
1.2. Ableitung des durchschnittlichen Gewinnanteils	94
1.3. Berücksichtigung der Körperschaftsteuer nach BGH-Rechtsprechung	95
1.4. Angemessenheit der Ausgleichszahlung	96
2. Abfindung gemäß § 305 AktG	96
D. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung	98

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

Anlagen

1. Beschluss des Landgerichts Landgericht Köln vom 30. Dezember 2010 zur Bestellung von Herrn Michael Wahlscheidt zum gemeinsamen Vertragsprüfer des beabsichtigten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der Isabell Finance Vermögensverwaltungs GmbH & Co. KG, Berlin, und der INTERSEROH SE, Köln, gemäß § 293 c AktG
2. Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der ALBA Group plc & Co. KG und der INTERSEROH SE vom 28. März 2011
3. Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW
ALBA Group KG	ALBA Group plc & Co. KG, Berlin
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
betr.	betriebliche
BGH	Bundesgerichtshof
BGV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
ca.	circa
CDAX	Composite DAX
DCF-Verfahren	Discounted-Cash-Flow-Verfahren
d.h.	das heißt
D	Deutschland
DIHK	Deutsche Industrie- und Handelskammer
EBIT	Earnings before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization
ESt	Einkommensteuer
EUR / €	Euro
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	fortfolgende
FN-IDW	IDW-Fachnachrichten
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HFA	Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Hochrechnung

HRB	Abteilung B des deutschen Handelsregisters
i.d.F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S1	IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unter- nehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
i.H.v.	in Höhe von
incl.	inklusive
ISIN	International Security Identification Number
i.V.m.	in Verbindung mit
kfr.	kurzfristige
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
lfr.	langfristige
lt.	laut
MDAX	Mid-Cap-Dax
Mio.	Million/en
Mrd.	Milliarde/n
N/A	nicht anwendbar
Nr.	Nummer
p.a.	per anno
pers.	persönlichen
RGJ	Rumpfgeschäftsjahr
PwC	PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
rd.	rund
sbA	sonstige betriebliche Aufwendungen
sbE	sonstige betriebliche Erträge
sog.	so genannte/r
Tax CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model
T€	Tausend Euro
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
vgl.	vergleiche

INTERSEROH	INTERSEROH SE, Köln
WKN	Wertpapierkennnummer
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandels- gesetz)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Mit Beschluss vom 30. Dezember 2010 hat mich die 2. Kammer für Handelssachen beim Landgericht Köln gemäß § 293c Abs. 1 S. 1 AktG zum Vertragsprüfer für den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der

Isabell Finance Vermögensverwaltungs GmbH & Co. KG, Berlin
(auf den 1. Januar 2011 umfirmierend in **ALBA Group plc. & Co. KG**)
- im Folgenden auch „**ALBA Group KG**“ -,

und der

INTERSEROH SE, Köln
- im Folgenden auch „**INTERSEROH**“ oder „Gesellschaft“ -,

bestellt.

Gegenstand meiner Prüfung ist der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 28. März 2011, der in der Hauptversammlung der INTERSEROH SE am 17. Mai 2011 zur Zustimmung vorgelegt werden soll. Eine Prüfung des Unternehmensvertrags hat nach § 293b Abs. 1 AktG stattzufinden, da sich nicht alle Aktien der INTERSEROH SE in der Hand der ALBA Group KG befinden.

Die Bestimmung des angemessenen Ausgleichs und der Abfindung durch ALBA Group KG und INTERSEROH SE beruht auf einer Unternehmensbewertung der INTERSEROH SE, die auf Basis allgemein anerkannter Unternehmensbewertungsgrundsätze durchgeführt wurde. Die PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, (im Folgenden auch „PwC“) wurde von den Vertragsparteien beauftragt, sie bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der INTERSEROH SE und des angemessenen Ausgleichs und der Abfindung zu unterstützen.

Die Ausführungen zur Ermittlung des Unternehmenswerts der INTERSEROH SE auf den Stichtag 17. Mai 2011 sowie des Ausgleichs und der Abfindung gemäß §§ 304, 305 ff. AktG sind als Anlage zum gemeinsamen Bericht des Vorstands der INTERSEROH SE und der Geschäftsführung der ALBA Group KG wiedergegeben.

Bei der Durchführung meiner Prüfung haben mir insbesondere die folgenden Unterlagen vorgelegen:

- Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der ALBA Group plc & Co. KG und der INTERSEROH SE vom 28. März 2011 (vgl. Anlage 2) sowie die vorangegangenen Entwürfe (im Folgenden auch „BGV“)
- Gemeinsamer Bericht des Vorstands der INTERSEROH SE und der Geschäftsführung der ALBA Group KG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der ALBA Group KG und der INTERSEROH SE gemäß § 293a AktG vom 28. März 2011 sowie die vorangegangenen Entwürfe (im Folgenden auch „gemeinsamer Bericht“)
- Gutachtliche Stellungnahme der PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zum Unternehmenswert der INTERSEROH SE, Köln, zum 17. Mai 2011 sowie zur Höhe von Ausgleich und Abfindung gemäß §§ 304, 305 AktG vom 28. März 2011 sowie die vorangegangenen Entwürfe (im Folgenden auch „Bewertungsgutachten PwC“)
- Handelsregisterauszug der INTERSEROH SE
- Satzung der INTERSEROH SE
- Berichte der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft über die Prüfung der Einzelabschlüsse der INTERSEROH SE für die Jahre 2008 bis 2010 sowie über die Prüfung der Konzernabschlüsse der INTERSEROH SE für die Jahre 2008 bis 2010, jeweils mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk
- Geschäftsberichte der INTERSEROH SE für die Geschäftsjahre 2008 und 2009
- Mehrjahresplanung 2011 bis 2013 der INTERSEROH – Gruppe, verabschiedet durch den Aufsichtsrat der INTERSEROH SE am 8. Dezember 2010
- Beschluss des Aufsichtsrats vom 28. März 2011 zur Höhe der geplanten Ausschüttung der INTERSEROH SE in den Jahren 2011 bis 2013
- Öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie zu Kapitalmarktdaten

- Umfangreiche Auszüge aus den Arbeitspapieren von PwC.

Als Auskunftspersonen standen mir neben dem Vorstand der INTERSEROH SE, von diesem benannte Mitarbeiter der INTERSEROH SE sowie von PwC zur Verfügung. Alle erbetenen Auskünfte sind mir bereitwillig erteilt worden.

Der Vorstand der INTERSEROH SE und der ALBA Group KG haben mir gegenüber jeweils eine Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung der Angemessenheit des Ausgleichs und der Abfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.

Bei meiner Prüfung habe ich den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S1) in der Fassung vom 2. April 2008 berücksichtigt.

Sollten sich zwischen dem Abschluss meiner Prüfung am 30. März 2011 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der INTERSEROH SE am 17. Mai 2011 wesentliche Änderungen in der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der INTERSEROH SE ergeben, wären diese bei der Bemessung von Ausgleich und Abfindung noch zu berücksichtigen.

Ich weise ausdrücklich darauf hin, dass ich keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführungen der beteiligten Gesellschaften vorgenommen habe. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Vertragsprüfung. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse und der Lageberichte zu den Stichtagen 31. Dezember 2008 bis 2010 mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften sind vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahresabschlüsse und der Lageberichte sowie der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehe ich daher von der Korrektheit der mir vorgelegten Unterlagen aus.

Für die Durchführung meines Auftrages und meine Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2002 maßgebend. Meine Haftung bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen. Dritten gegenüber sind Nr. 1 Abs. 2 und Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen einschlägig. Für meine Verantwortlichkeit gegenüber den vertragsschließenden Unternehmen und ihren Anteilshabern gelten § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

Gegenstand und Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus den §§ 293b und 293e AktG. Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand der Prüfung der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der INTERSEROH SE und der ALBA Group KG. Die Prüfung erstreckt sich insbesondere auf die Angemessenheit der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG.

Der gemäß § 293c Abs. 1 AktG bestellte sachverständige Prüfer hat gemäß § 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der im Vertrag vorgeschlagene Ausgleich und die im Vertrag vorgeschlagene Abfindung angemessen sind. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben:

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

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

Soweit die Zustimmung der Hauptversammlung zum Unternehmensvertrag erforderlich ist, hat gemäß § 293a AktG der Vorstand jeder an einem Unternehmensvertrag beteiligten Aktiengesellschaft einen ausführlichen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem der Abschluss des Unternehmensvertrags, der Vertrag im Einzelnen und insbesondere Art und Höhe des Ausgleichs nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG rechtlich und wirtschaftlich erläutert und begründet werden. Auf besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der vertragsschließenden Unternehmen sowie auf die Folgen für die Beteiligung der Aktionäre ist hinzuweisen. Entsprechend § 293a AktG haben die Organe der INTERSEROH SE und der ALBA Group KG einen gemeinsamen Bericht erstellt.

Die Vollständigkeit und Richtigkeit des gemeinsamen Berichtes des Vorstandes der INTERSEROH SE und der Geschäftsführung der ALBA Group KG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages, nicht Gegenstand meiner Prüfung. Im Rahmen meiner Tätigkeit habe ich mich nur insoweit mit dem gemeinsamen Bericht befasst, als er wesentliche Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswerts der INTERSEROH SE und die darauf aufbauende Ableitung der Abfindung und des Ausgleichs enthält.

Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung sowie Arbeitspapiere zur Bewertung habe ich erhalten, in Gesprächen mit Vertretern der INTERSEROH SE und PwC erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft. Ich habe die methodische Konsistenz des Bewertungsmodells geprüft und die Bewertung rechnerisch nachvollzogen. Art und Umfang meiner Prüfungshandlungen habe ich in meinen Arbeitspapieren festgehalten.

Ich habe meine Prüfung mit Unterstützung von Mitarbeitern der Rölfs WP Partner AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, im Zeitraum vom 13. Januar 2011 bis zum 30. März 2011 in den Geschäftsräumen der INTERSEROH SE in Köln, der ALBA Group KG in Berlin sowie im Büro der Rölfs WP Partner AG in Düsseldorf durchgeführt.

Mein Prüfungsbericht gibt das Ergebnis meiner Prüfung der Angemessenheit des Ausgleichs und der Abfindung wieder.

C. Prüfungsfeststellungen

I. Inhalt des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

1. Vorbemerkungen

Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ergibt sich aus den §§ 291 ff. AktG. Die Prüfung der Vollständigkeit und Richtigkeit des Unternehmensvertrags bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den Vertragsparteien, die Feststellung des Vertragsgegenstands, den Beginn und die Dauer des Vertrags sowie die Vereinbarungen zu Ausgleichszahlungen und Abfindungen. Über die Zweckmäßigkeit des Unternehmensvertrages entscheiden der Vorstand der INTERSEROH SE und die Geschäftsführung der ALBA Group KG vorbehaltlich der Zustimmungserfordernisse im Rahmen ihres Ermessens.

In Anlehnung an die Regelungen in § 5 Abs. 1 UmwG zum Inhalt eines Verschmelzungsvertrags in Verbindung mit den §§ 291 Abs. 1, 299, 302 Abs. 1, 304 Abs. 1, 305 Abs. 1 AktG stelle ich zum notwendigen Mindestinhalt des mir zur Prüfung vorgelegten Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 28. März 2011 Folgendes fest:

2. Beteiligte Gesellschaften

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften werden im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag genannt.

3. Leitung

Die INTERSEROH SE unterstellt gemäß § 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags die Leitung ihrer Gesellschaft der ALBA Group KG. Die ALBA Group KG ist danach berechtigt, dem Vorstand der INTERSEROH SE hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft Weisungen zu erteilen.

Mit dieser Regelung wird den Vorgaben der §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299 und 308 AktG entsprochen.

4. Gewinnabführung

Die INTERSEROH SE verpflichtet sich gemäß § 3 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, ihren ganzen nach Maßgabe der handelsrechtlichen Vorschriften und unter Beachtung der §§ 300 Nr. 1, 301 AktG ermittelten Gewinn an die ALBA Group KG abzuführen. Als Gewinn abzuführen ist demnach gemäß § 3 Abs. 1 Satz 2 des Vertrags und in Übereinstimmung mit der gesetzlichen Regelung des § 301 AktG der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr, um den Betrag, der nach § 300 AktG in die gesetzlichen Rücklagen einzustellen ist, und um den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperrten Betrag.

Mit dieser Regelung sind die gesetzlichen Anforderungen im Sinne der §§ 291 Abs. 1 Satz 1, und §§ 301 i.V.m. 300 Nr. 1 AktG erfüllt.

5. Verlustübernahme

Die ALBA Group KG verpflichtet sich gemäß § 4 Abs. 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, jeden während der Vertragsdauer entstehenden Jahresfehlbetrag der INTERSEROH SE gemäß den Vorschriften des § 302 AktG auszugleichen, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen gemäß § 272 Abs. 3 HGB Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.

Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der INTERSEROH SE, in dem der Vertrag nach § 7 Abs. 2 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags wirksam wird. Gemäß dieser Regelung ist das der Fall, soweit dieser nach Zustimmung der Hauptversammlung der INTERSEROH SE und der Gesellschafterversammlung der ALBA Group KG in das Handelsregister am Sitz der INTERSEROH SE eingetragen wird.

Mit dieser Regelung wird somit den Vorgaben des § 302 Abs. 1 AktG entsprochen.

6. Ausgleich

Die ALBA Group KG garantiert gemäß § 5 Abs. 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags den außenstehenden Aktionären der INTERSEROH SE für die Dauer des Vertrags als angemessenen Ausgleich eine jährliche Ausgleichszahlung. Diese Ausgleichszahlung beträgt brutto €3,94 (Bruttoausgleichsbetrag) je Stückaktie der INTERSEROH SE abzüglich Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz. Der Abzug ist nur auf den in dem Bruttobetrag enthaltenen anteiligen Ausgleich von €3,80 je Aktie aus mit deutscher Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag belasteten Gewinnen zu berechnen. Daraus ergibt sich nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses ein Nettoausgleichsbetrag von €3,25 je Stückaktie der INTERSEROH SE für ein volles Geschäftsjahr.

Die Anpassung der jährlichen Ausgleichszahlung an den in dem betreffenden Geschäftsjahr geltenden Körperschaftsteuersatz basiert auf einer Entscheidung des BGH („Ytong-Urteil“ vom 21. Juli 2003, II-ZB-17/01).

Falls der Vertrag während eines Geschäftsjahres der INTERSEROH SE endet oder die INTERSEROH SE während der Dauer des Vertrags ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich die Ausgleichszahlung zeitanteilig.

Gemäß § 5 Abs. 2 des Vertrags ist die Ausgleichszahlung am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der INTERSEROH SE für das jeweilige abgelaufene Geschäftsjahr fällig.

Die Ausgleichszahlung wird nach § 5 Abs. 3 des Vertrags erstmals für das Geschäftsjahr der INTERSEROH SE gewährt, in dem der Vertrag wirksam wird.

Im Falle der Erhöhung des Grundkapitals der INTERSEROH SE aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien sieht § 5 Abs. 4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vor, dass sich die Ausgleichszahlung je Aktie in

dem Maße vermindert, dass der Gesamtbetrag des Ausgleichs pro Geschäftsjahr unverändert bleibt.

Falls das Grundkapital der INTERSEROH SE durch Bar- oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten gemäß § 5 Abs. 4 die Rechte gemäß § 5 des Vertrags auch für die von außen stehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung.

Die Ausgleichsregelung steht im Einklang mit § 304 AktG. Bezüglich der Ermittlung des Ausgleichs verweise ich auf Abschnitt C.IV und C.VII.1.

7. Abfindung

Die ALBA Group KG verpflichtet sich nach § 6 Abs. 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der INTERSEROH SE dessen Aktien der INTERSEROH SE gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von € 46,38 je Stückaktie kostenfrei zu erwerben.

Die Verpflichtung der ALBA Group KG zum Erwerb der Aktien ist gemäß § 6 Abs. 2 des Vertrags befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Vertrags im Handelsregister der INTERSEROH SE nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist.

Sofern ein Antrag auf Bestimmung des Ausgleichs oder der Abfindung durch ein Spruchverfahren gestellt worden ist, endet die Frist frühestens zwei Monate nach dem Tage, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist.

Falls bis zum Ablauf der vorstehenden Frist das Grundkapital der INTERSEROH SE aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Barabfindung je Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Barabfindung gleich bleibt. Sofern bis zum Ablauf der Frist die Erhöhung des Grundkapitals der INTERSEROH SE durch Bar- oder Sacheinlage erfolgt, gelten die Rechte gemäß § 6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags auch für die von außen stehenden Aktionäre bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung.

Die Abfindungsregelung steht im Einklang mit § 305 AktG. Bezüglich der Ermittlung der Abfindung verweise ich auf Abschnitt C.IV und C.VII.2.

8. Wirksamkeit und Dauer

Nach § 7 Abs. 1 und 2 des Vertrags tritt dessen Wirksamkeit mit der Zustimmung der Hauptversammlung der INTERSEROH SE und der Zustimmung der Gesellschafterversammlung der ALBA Group KG sowie der anschließenden Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der INTERSEROH SE in Kraft.

Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ist u.a. Gegenstand der Hauptversammlung der INTERSEROH SE am 17. Mai 2011. Die Zustimmung der Gesellschafterversammlung der ALBA Group KG ist am 28. März 2011 erfolgt.

Der Vertrag wird auf unbestimmte Zeit geschlossen und kann gemäß § 7 Abs. 3 unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von sechs Monaten zum Ablauf des Geschäftsjahres der INTERSEROH SE schriftlich gekündigt werden, das mindestens fünf Zeitjahre nach dem Beginn des Geschäftsjahres endet, indem der Vertrag wirksam wird.

Das Recht zur Kündigung aus wichtigem Grund bleibt gemäß § 7 Abs. 4 unberührt. Ein wichtiger Grund liegt gemäß den Ausführungen in § 7 Abs. 4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags insbesondere vor, wenn die ALBA Group KG und mit der ALBA Group KG i.S.d. § 15 AktG verbundene Unternehmen nicht mehr die Mehrheit der Stimmrechte aus Anteilen an der INTERSEROH SE halten oder die ALBA Group KG bzw. mit der ALBA Group KG i.S.d. § 15 AktG verbundene Unternehmen sich zur Abgabe der Mehrheit der Stimmrechte aus Anteilen an der INTERSEROH SE verpflichtet haben. Dabei kann die Kündigung fristlos auf einen beliebigen Zeitpunkt zwischen der Eingehung dieser Verpflichtung und der Abgabe der Mehrheit der Stimmrechte aus den Anteilen an der INTERSEROH SE oder zum Ende des bei Eingehung der Abgabeverpflichtung oder bei Abgabe während des laufenden Geschäftsjahres der INTERSEROH SE erfolgen.

9. Ergebnis

Im Ergebnis meiner Prüfung stelle ich fest, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 28. März 2011 die in den §§ 291 ff. AktG vorgeschriebenen Regelungsbestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht.

II. Art der Ausgleichszahlung und der Abfindung

1. Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG

Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG normiert hinsichtlich des Beherrschungsvertrages zwar, dass dieser, wenn die Gesellschaft nicht auch zur Abführung ihres ganzen Gewinns verpflichtet ist, den außenstehenden Aktionären als angemessenen Ausgleich einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil nach der für die Ausgleichszahlung bestimmten Höhe garantieren muss. Da der Vertrag jedoch keinen isolierten Beherrschungsvertrag, sondern einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag darstellt, ist § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG maßgebend.

Als Ausgleichszahlung an die außenstehenden Aktionäre ist gemäß § 304 Abs. 2 S. 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Der Ausgleich ist in § 5 Abs. 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 28. März 2011 wie folgt vorgesehen:

„ALBA Group KG garantiert den außen stehenden Aktionären von INTERSEROH (die „**außen stehenden Aktionäre**“) für die Dauer dieses Vertrags als angemessenen Ausgleich die Zahlung einer wiederkehrenden Geldleistung (die „**Ausgleichszahlung**“). Die

Ausgleichzahlung beträgt EUR 3,94 je Stückaktie von INTERSEROH („**INTERSEROH-Aktie**“) für jedes volle Geschäftsjahr abzüglich von INTERSEROH hierauf zu entrichtender Körperschaftssteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz. Der Abzug ist nur auf den in dem Bruttobetrag enthaltenen anteiligen Ausgleich von EUR 3,80 je INTERSEROH-Aktie aus mit deutscher Körperschaftssteuer nebst Solidaritätszuschlag belasteten Gewinnen zu berechnen. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses gelangen auf den anteiligen Ausgleich von EUR 3,80 je INTERSEROH-Aktie aus mit deutscher Körperschaftssteuer belasteten Gewinnen 15 % Körperschaftssteuer nebst 5,5 % Solidaritätszuschlag, das sind EUR 0,69 zum Abzug. Zusammen mit dem übrigen anteiligen Ausgleich in Höhe von EUR 0,14 je INTERSEROH-Aktie aus nicht mit deutscher Körperschaftssteuer belasteten Gewinnen ergibt sich daraus nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses eine Ausgleichszahlung von insgesamt EUR 3,25 je INTERSEROH-Aktie für ein volles Geschäftsjahr.“

Im gemeinsamen Bericht des Vorstands der INTERSEROH SE und der Geschäftsführung der ALBA Group KG werden die Ermittlung des Unternehmenswertes sowie die daraus abgeleitete Ermittlung des angemessenen Ausgleichs ausführlich dargestellt. Demnach ergibt sich der Ausgleich durch Verzinsung des ermittelten Unternehmenswerts.

2. Abfindung gemäß § 305 AktG

Gemäß § 305 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Beherrschungs- oder ein Gewinnabführungsvertrag außer der Verpflichtung zum Ausgleich nach § 304 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Diese hat gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG vorliegend in Form einer Barabfindung zu erfolgen.

Eine angemessene Barabfindung muss gemäß § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Unternehmensvertrag berücksichtigen.

Die Barabfindung ist in § 6 Abs. 1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 28. März 2011 wie folgt vorgesehen:

„ALBA Group KG verpflichtet sich, auf Verlangen eines außen stehenden Aktionärs von INTERSEROH dessen INTERSEROH-Aktien gegen eine Barabfindung von EUR 46,38 je INTERSEROH-Aktie (die „**Barabfindung**“) zu erwerben. Die Veräußerung der INTERSEROH-Aktien ist für die Aktionäre der INTERSEROH kostenfrei.“

Im gemeinsamen Bericht des Vorstandes der INTERSEROH SE und der Geschäftsführung der ALBA Group KG werden die Ermittlung des Unternehmenswertes und die daraus abgeleiteten Abfindungsbeträge ausführlich dargestellt. Wie dort erläutert, haben der Vorstand der INTERSEROH SE und die Geschäftsführung der ALBA Group KG die Höhe der Barabfindung mit €46,38 je Stückaktie der INTERSEROH SE angesetzt.

III. Angaben zur Bewertungsmethodik

1. Bewertungsgrundsätze

1.1. Vorbemerkungen

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

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

In der Betriebswirtschaftslehre, in der Rechtsprechung und in der Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundlagen herausgebildet, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden. Nach herrschender Auffassung sind Ausgleichszahlung und Abfindung aus einem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt

sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.

Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind im Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S1) in der Fassung vom 2. April 2008 festgelegt.

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich – unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele – durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Nach IDW S1 wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

1.2. Zukunftserfolgswert

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

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrunde liegende Planungsrechnung kann nach handelsrechtlichen oder anderen Vorschriften aufgestellt sein. Die Finanzierbarkeit der geplanten Ausschüttungen ist hierbei zu beachten. Bei den alternativ im IDW S1 dargestellten Discounted-Cash-Flow-Methoden erfolgt eine Diskontierung der zukünftig geplanten Finanzmittelüberschüsse unter der Nebenbedingung der handelsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit. Bei gleichen Bewertungsannahmen und -prämissen, insbeson-

dere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Bewertungsverfahren zu gleichen Unternehmenswerten.

Ich habe mich davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertrags- und Bilanzplanung auch eine abgestimmte Finanzbedarfsrechnung zugrunde liegt und damit die zuvor dargestellten Voraussetzungen für die Äquivalenz von Ertragswertverfahren und Discounted-Cash-Flow-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

In dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Barwert werden die zukünftigen prognostizierten Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse berücksichtigt, die aus dem betriebsnotwendigen Vermögen des Bewertungsobjekts abgeleitet werden. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen. Das etwaige vorhandene nicht betriebsnotwendige Vermögen umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

Der Unternehmenswert der INTERSEROH SE wurde mittels Ertragswertverfahrens abgeleitet. Neben dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens kamen dabei Sonderwerte für steuerliche Verlustvorträge und nicht in die Unternehmensplanung einbezogene Beteiligungen zum Ansatz. Die Gesellschaft verfügt über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

1.3. Liquidationswert

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

Im vorliegenden Fall wurde ein überschlägiger Liquidationswert ermittelt, der deutlich unterhalb des Ertragswertes der INTERSEROH SE liegt.

Ich habe eine eigene überschlägige vereinfachte Abschätzung eines möglichen Liquidationswerts vorgenommen. Die sich ergebende Wertindikation lag aufgrund des Ergebnispotentials des Bewertungsobjekts bei Fortführung und der bei einer Liquidation anfallenden Aufwendungen deutlich unterhalb des Unternehmenswerts unter angenommener Fortführung der INTERSEROH SE. Da zudem nach Auskünften des Vorstands der INTERSEROH SE bzw. der Geschäftsführung der ALBA Group KG aufgrund des erwarteten Ertragspotentials eine Liquidation der INTERSEROH SE nicht beabsichtigt ist, ist es sachgerecht, für die Bemessung von Ausgleich und Abfindung nicht auf den Liquidationswert abzustellen.

1.4. Substanzwert

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

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

2. Berücksichtigung des Börsenkurses

Sofern für Unternehmensanteile Börsenkurse vorliegen, sind diese nach IDW S1 zur Plausibilitätsbeurteilung des nach Ertragswert- oder DCF-Verfahren ermittelten Unternehmenswerts heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenkursbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.

Nach der Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 (1-BvR-1613/94) ist der Börsenkurs der Aktie eines Unternehmens dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie gegenüberzustellen. Das BVerfG fordert, dass ein existie-

render Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben darf. Dabei ist die Abfindung so zu bemessen, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Abschlusses des Unternehmensvertrages erhalten hätten.

Die Aktien der INTERSEROH SE sind börsennotiert. Bei der Bemessung der Abfindung nach § 305 AktG wurde daher geprüft, ob im Hinblick auf die Entwicklung der Aktienkurse auf den Börsenkurs abzustellen ist.

Für die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG ist nach herrschender Meinung nicht auf den Börsenkurs, sondern auf den Unternehmenswert abzustellen.

Im Hinblick auf die Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Abfindung verweise ich auf Abschnitt C.V. dieses Berichts.

3. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

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

Die angemessene Barabfindung muss nach § 305 Abs. 3 S. 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung.

Nach dem Ergebnis meiner Prüfung führt im vorliegenden Fall die Ermittlung der Barabfindung, ausgehend vom Ertragswert unter Einbeziehung der Sonderwerte, zu einem angemessenen Ergebnis.

Zu Einzelheiten meiner Prüfungsfeststellungen verweise ich auf die nachfolgenden Abschnitte.

4. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Ausgleichszahlung

Als angemessene Ausgleichszahlung ist nach § 304 Abs. 2 S. 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Da das Gesetz die Aktionäre so stellen will, als ob kein Unternehmensvertrag geschlossen worden wäre, kommt es entscheidend auf die zukünftige Ertragslage der Gesellschaft und nicht auf deren Ausdruck in Börsenbewertungen an.

Die zukünftige Ertragslage wird im gemeinsamen Bericht im Rahmen der Ertragsbewertung für mehrere Jahre und für ein nachhaltiges Ergebnis dargestellt. Nach dem Ergebnis meiner Prüfung ist die von den Vertragspartnern angewandte Ertragswertmethode unter Einbeziehung der Sonderwerte zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG angemessen.

Zu Einzelheiten meiner Prüfungsfeststellungen verweise ich auf die nachfolgenden Abschnitte.

IV. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

1. Bewertungsobjekt

1.1. Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

Bewertungsobjekt ist die INTERSEROH SE einschließlich ihrer Tochter- und Beteiligungsgesellschaften. Die INTERSEROH SE ist eine Europäische Aktien-

gesellschaft, hat ihren Sitz in Köln und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Köln unter HRB Nr. 64052 eingetragen.

Der satzungsmäßige **Gegenstand des Unternehmens** ist die Leitung der zur INTERSEROH-Gruppe gehörenden Unternehmen sowie des Weiteren die Gründung, der Erwerb und die Veräußerung sowie das Halten von Unternehmen und Beteiligungen. Die Geschäftsfelder der Gesellschaft oder von verbundenen Unternehmen können insbesondere auf folgenden Gebieten liegen:

- Erfassung, Aufbereitung, Vermarktung und Wiederverwertung von sowie Handel mit Metallen, Papier, Holz, Kunststoffen und Sekundärrohstoffen jedweder Art;
- Konzeptionierung und Realisierung von Erfassungs- und Rückholssystemen jeder Art für gebrauchte Erzeugnisse und sonstige Sekundärrohstoffe;
- internationaler Handel mit Sekundärrohstoffen sowie Durchführung artverwandter Geschäfte.

Das **Geschäftsjahr** der INTERSEROH SE ist das Kalenderjahr.

Das **Grundkapital** der INTERSEROH SE beträgt € 25.584.000,00 und ist in 9.840.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von €2,60 je Stückaktie eingeteilt.

Die ALBA Group KG hält nach den mir erteilten Auskünften zum Zeitpunkt der Durchführung meiner Prüfungstätigkeit 7.380.329 Aktien der INTERSEROH SE. Mithin entspricht der Anteil am Grundkapital derzeit rd. 75,003%. Die übrigen Aktien befinden sich im Streubesitz. Die INTERSEROH SE hält keine eigenen Aktien.

Die **Aktien** der INTERSEROH SE sind zum Handel im regulierten Markt an den Wertpapierbörsen Frankfurt am Main (General Standard) und Düsseldorf zugelassen. Darüber hinaus sind die Aktien in den Freiverkehr der Börsen Stuttgart, München, Hamburg und Berlin/Bremen einbezogen und werden im XETRA-Handelssystem gehandelt. Die Aktien werden unter der ISIN DE0006209901 und WKN 620990 gehandelt.

Die INTERSEROH SE ist **Finanz- und Managementholding** des INTERSEROH-Konzerns und hält die Anteile an rund 70 in- und ausländischen Tochter- und Betei-

ligungsgesellschaften. Die INTERSEROH SE wird in den Konzernabschluss der ALBA Group KG einbezogen.

Wesentliche Kennzahlen des INTERSEROH-Konzern entwickelten sich in den Geschäftsjahren 2008 bis 2010 wie folgt:

	2008	2009	2010
Umsatz in Mio. €	2.066	1.267	1.940
Bilanzsumme in Mio. €	729	660	657
Mitarbeiter	1.864	1.836	1.774

Die INTERSEROH-Gruppe ist in den Segmenten Stahl- und Metallrecycling, Dienstleistung und Rohstoffhandel tätig.

Nachfolgend werden die Geschäftsmodelle der drei Segmente der INTERSEROH im Einzelnen dargestellt.

1.2 Segment Stahl- und Metallrecycling

Das Segment Stahl- und Metallrecycling ist das umsatzstärkste Segment der INTERSEROH mit einem Anteil von rund 70 % der gesamten Umsatzerlöse des INTERSEROH-Konzerns im Jahr 2010. Das Geschäftsmodell sieht die Sammlung, Sortierung und Vermarktung von Stahl- und Metallschrotten aller Art vor. Hierbei sind **eisenhaltige (FE) Metalle** und **nichteisenhaltige (NE) Metalle**, wie z.B. Aluminium, Kupfer, Blei oder Nickel, zu unterscheiden.

Im deutschen Ranking der Schrottaufbereiter rangiert INTERSEROH unter den Top 3 und ist darüber hinaus der größte europäische Exporteur von Nichteisen-Metallschrotten nach Asien.

Traditionell war die INTERSEROH bisher überwiegend im Handel mit FE-Metallen tätig (Handel im Geschäftsjahr 2010 mit 2.468 Tt). Allerdings gewinnt das Geschäft mit den NE-Metallen durch die wachsende Nachfrage auf den asiatischen Märkten zunehmend an Bedeutung und Attraktivität (Handel im Geschäftsjahr 2010 mit 427 Tt).

Die Segmentsteuerung erfolgt über die Segmentholding INTERSEROH Scrap and Metals Holding GmbH.

Grundsätzlich werden das Lager- und das Streckengeschäft unterschieden.

Beim **Streckengeschäft** wird Metall von Händlern oder metallverarbeitenden Gewerben durch die INTERSEROH vornehmlich im Ausland aufgekauft und dann gebündelt an große Stahlwerke weiterverkauft. Lagerung und Transport des Metalls werden durch Dritte durchgeführt. Risikofaktoren im Streckengeschäft liegen neben Preisänderungen während des Transports in der zeitpunktbezogenen Verfügbarkeit von Transportkapazitäten sowie abnehmerseitig gegenüber der INTERSEROH geltend gemachten Qualitätsmängeln in Bezug auf die gelieferte Ware, soweit das Material seitens der INTERSEROH diesbezüglich nicht kontrolliert werden kann.

Während das Streckengeschäft ortsunabhängig betrieben wird, ist das **Lagergeschäft** regional orientiert. Dabei ist Präsenz besonders wichtig, um in dem wettbewerbsintensiven Umfeld die notwendigen Marktanteile und somit Materialien zu erhalten. Aus diesem Grund unterhält die INTERSEROH SE mit ihren Tochter- und assoziierten Gesellschaften rd. 95 eigene Lagerorte und ist in Deutschland, Polen, den Niederlanden, USA und China tätig. Die gesammelten Schrotte werden am Lagerort geschreddert, sortiert und zumeist per Schiff oder Bahn zu den Abnehmern, vornehmlich großen Stahlwerken, transportiert.

Während für die Verarbeitung von FE – Schrotten spezielle Technologien notwendig sind, welche hauptsächlich in europäischen Stahlwerken (speziell in der Türkei) angewendet werden, können die NE – Metalle auch in technisch weniger gut ausgestatteten asiatischen Stahlwerken verarbeitet werden. INTERSEROH exportiert daher aktuell Stahlschrotte überwiegend auf dem europäischen Markt, NE – Schrotte jedoch hauptsächlich nach Asien.

Das Geschäftsmodell ist neben dem wettbewerbsintensiven Marktumfeld und der Abhängigkeit von einzelnen Großabnehmern vor allem von volatilen Metallpreisen,

die sich insbesondere auch auf die Verfügbarkeit von ausreichenden Mengen auswirken, geprägt.

Wesentliche Veränderungen im Konsolidierungskreis für das Jahr 2010 betreffen in diesem Segment die Verkäufe der Beteiligungen an der RuP Rohstoffhandels-gesellschaft mbH, INTERSEROH RSH Sweden AB und der Eisen-und-Stein-Gesellschaft mbH Horn & Co. KG. Ab dem Geschäftsjahr 2011 werden die Europe Metals BV und die Europe Metals Asia Ltd. aufgrund der in 2010 erfolgten Anteilsaufstockung auf dann 100 % vollkonsolidiert in die Planung einbezogen.

1.3. Segment Dienstleistung

Das Segment Dienstleistung wird von der INTERSEROH Dienstleistungs GmbH geführt.

Kerngeschäft im Segment Dienstleistung ist das Angebot von Rücknahmesystemen für alle Arten von Verpackungen, insbesondere aber Transport- und Verkaufsverpackungen. INTERSEROH bietet damit den Herstellern, Importeuren und dem Handel Lösungskonzepte zur Erfüllung von deren gesetzlichen Verpflichtungen aus vielfältigen Umweltschutzgesetzen. Daneben erfolgt die Beratung in Entsorgungsfragen und das Angebot besonderer Logistikkösungen.

Den wesentlichen Anteil der Umsatzerlöse des Segmentes macht mit rund 50 % das **Duale System INTERSEROH** aus. Dieses Geschäftsfeld wird durch das auf der Verpackungsverordnung fußende gesetzliche Rücknahme- und Entsorgungsgebot für sog. Inverkehrbringer von Verkaufsverpackungen begründet. Die Inverkehrbringer beauftragen zur Erfüllung ihrer gesetzlichen Verpflichtung regelmäßig einen der in Deutschland tätigen neun sog. Systemdienstleister, von denen INTERSEROH mit einem Marktanteil von zuletzt rd. 21 % der zweitgrößte ist.

Der Inverkehrbringer schließt hierzu mit einem Systemdienstleister einen Vertrag über die Entsorgung und Verwertung der Mengen der von ihm in Verkehr gebrachten Verkaufsverpackungen ab. Hierfür erhält der Systemdienstleister im Gegenzug

ein Lizenzentgelt und wird Eigentümer der entsprechenden Mengen. Der Inverkehrbringer meldet die in Verkehr gebrachten Verkaufsverpackungen (Menge) an die DIHK. Die Systemdienstleister ihrerseits melden die durch sie lizenzierten Mengen an Verkaufsverpackungen an eine gemeinsame Clearingstelle. Diese berechnet aus den quartalsweise erfolgenden Meldungen die Marktanteile der Systemdienstleister. Die Sammlung der Verkaufsverpackungen erfolgt nicht durch die Systemdienstleister selbst, sondern wiederum durch von den Systemdienstleistern beauftragte Entsorger. Die Sammelkosten haben die Systemdienstleister entsprechend ihrer von der gemeinsamen Clearingstelle ermittelten Marktanteile zu tragen. Darüber hinaus werden auch zur Sortierung und zum Teil zur anschließenden Verwertung Dritte von den Systemdienstleistern beauftragt. Neben dem Lizenzentgelt realisieren die Systemdienstleister aus der Verwertung der Verkaufsverpackungen Vermarktungserlöse.

Das beschriebene System ist seit Jahren davon geprägt, dass die tatsächlich in Verkehr gebrachte Menge die von den Inverkehrbringern gemeldeten Mengen der Verkaufsverpackungen übersteigt. Infolge dessen fehlen dem System bei gegebener Entsorgungsmenge Erlöse. Darüber hinaus werden von einigen Systemdienstleistern geringere Mengen an die gemeinsame Clearingstelle gemeldet als tatsächlich lizenziert sind. Infolgedessen haben diese Dienstleister einen geringeren rechnerischen Marktanteil und entsprechend relativ weniger Entsorgungskosten zu tragen, mit der Folge, dass sie mit nicht kostendeckenden Preisen in den Wettbewerb treten können.

Entsprechend ist der wettbewerbsintensive Markt von hohem Margendruck geprägt. Gleichzeitig sind die Wachstumsaussichten in diesem Teilsegment in Deutschland durch ein weitestgehend stabiles, leicht rückläufiges Mengenvolumen begrenzt.

Der Bereich **Branchenlösungen** umfasst die Sammlung, Sortierung und Verwertung von Verkaufsverpackungen, welche an den sogenannten haushaltsnahen Anfallstellen wie Restaurants, Krankenhäuser oder Hotels anfallen. Auch hier besteht das gesetzliche Rücknahme- und Entsorgungsgebot für die Inverkehrbringer, welches wiederum durch INTERSEROH als Dienstleister übernommen wird. Gegenüber der Entsorgung beim privaten Haushalt können hier Effizienz-

vorteile realisiert werden, da die Verkaufsverpackungen örtlich verdichtet in größeren Mengen anfallen und gesammelt werden können.

Im Bereich **Transportverpackungen** übernimmt INTERSEROH für Vertragspartner aus Handel, Industrie und Gewerbe die Entsorgungs- bzw. Recyclingverpflichtungen für sog. Transportverpackungen (z.B. Europaletten oder Kartons). Hierbei wird die Abholung und Entsorgung bzw. Verwertung der Transportverpackungen für die Vertragspartner organisiert und gewährleistet.

Nachdem INTERSEROH sich in diesem Teilmarkt in der Vergangenheit zum bundesweiten Marktführer durchgesetzt hat, war im Jahr 2010 zunehmend ein aggressiver Preiswettbewerb durch Konkurrenten zu verzeichnen.

Der Bereich **Recycling Solutions INTERSEROH** umfasst die gesamte Bandbreite der Filial-, Lager- und Produktionsstättenentsorgung für gewerbliche Kunden. Angeboten werden ganzheitliche kundenindividuelle Lösungskonzepte zur Entsorgung, Verwertung bzw. Vermarktung der anfallenden Mengen. Die beratungsintensive Dienstleistung war im Jahr 2010 durch hohe Wettbewerbsintensität und zunehmende Konsolidierungstendenzen geprägt.

Die Hersteller von (Einweg-)Pfandflaschen (PET Flaschen oder Glasflaschen) sind in Deutschland gesetzlich verpflichtet, diese wieder zurück zu nehmen und umweltgerecht zu entsorgen bzw. zu verwerten. INTERSEROH bietet im Bereich **INTERSEROH Pfand-System** die komplette Dienstleistung der Sammlung, Zählung und Sortierung der so genannten Getränkegebinde an. Hierfür werden im Einzelhandel Pfandrücknahmeautomaten aufgestellt und die so gewonnenen Pfandgebinde gezählt und an die entsprechenden Hersteller zur Entsorgung weitergeleitet. INTERSEROH übernimmt darüber hinaus die Organisation und Steuerung des Zahlungsausgleichs zwischen Hersteller und Händler. INTERSEROH verfügt in diesem Bereich über einen Marktanteil von rund 50 % in Deutschland.

Beim Bereich **IS Pool** handelt es sich um ein innovatives Kreislaufsystem zur vielseitigen Nutzung von wieder verwendbaren Kisten im Lebensmitteleinzelhandel, von

dem sich INTERSEROH weitere Wachstumschancen in den nächsten drei Jahren erwartet.

Start des Projektes mit einem Kunden, mit dem das System gemeinsam konzipiert wurde, war Mitte 2010. Der Kunde stellt die speziell auf seinen Bedarf zugeschnittenen Kisten zur Verfügung und bestimmt somit, wie viele Kisten im Umlauf sind. INTERSEROH organisiert den Transport der Kisten im Kreislauf zwischen Lieferanten des Kunden und den Verkaufsräumen des Kunden und übernimmt die Reinigung der Kisten in eigenen Waschanlagen.

INTERSEROH ist auch in **Österreich sowie den benachbarten osteuropäischen Ländern** Polen, Kroatien und Slowenien auf dem Entsorgungsmarkt über Tochtergesellschaften aktiv.

In Österreich ist die Entsorgung bei privaten Haushalten bislang ein staatlich organisiertes Monopol, weswegen INTERSEROH hier nur in der gewerblichen Abfallentsorgung tätig ist. Durch eine zunehmende Liberalisierung wird hier zunehmendes Potential für INTERSEROH mit einem Anstieg der Verwertungsquoten erwartet. In Polen und Slowenien wird die Entsorgung von Verkaufsverpackungen bei privaten Haushalten ähnlich dem System in Deutschland betrieben. Hier ist INTERSEROH in beiden Märkten bereits stark vertreten. Zudem werden, wie auch in Kroatien, in beiden Ländern die Recycling Solutions für gewerbliche Kunden angeboten.

1.4. Segment Rohstoffhandel

Das Segment Rohstoffhandel ist von der Geschäftstätigkeit her grundsätzlich vergleichbar mit dem Segment Stahl- und Metallrecycling. Auch hier werden Sekundärrohstoffe gesammelt, sortiert und zur weiteren Verwertung weiterverkauft. Im Wesentlichen werden Papier, Pappe, Kartonage (PPK), Kunststoffe sowie Holz gehandelt. Das Segment wird durch die RDB plastics GmbH geführt.

Der **Papierhandel** wird hauptsächlich von der INDO CHINA EUROPE BVBA, Voresalar/Belgien, betrieben, welche vornehmlich das so genannte Kaufhaus-

altpapier handelt und im Wesentlichen nach Indonesien exportiert. Das Material wird teilweise von Tochtergesellschaften aus dem Segment Dienstleistung im Rahmen der Sammlung von Altpapier bereitgestellt, zum Teil durch die Einkäufer der Gesellschaft hauptsächlich auf den Märkten Süd- und Mitteleuropa beschafft.

Da Papier eine umfangreiche Lagerlogistik erfordert, vor allem betreffend Brandschutz und Schutz des Materials vor Feuchtigkeit und damit Qualitätsverlust, wird ausschließlich Streckengeschäft betrieben. Europaweit hat INTERSEROH einen Marktanteil von rund 1 %. Entscheidend für den Erfolg des Geschäftsmodells ist, dass – etwa aufgrund von Währungsrelationsveränderungen oder Preisschwankungen – keine Nachfrageverschiebung seitens der Abnehmer auf den amerikanischen Markt erfolgt.

2010 erlitt der Papierhandel infolge der Preis- und Nachfrageschwankungen einen deutlichen Einbruch. Darüber hinaus wurde in 2010 die 100 %ige Beteiligung an der INTERSEROH France S.A.S., Pantin/Frankreich, veräußert.

Der **Kunststoffhandel** konzentriert sich im Wesentlichen auf Folien und PET Flaschen, die vornehmlich nach Asien verkauft werden. Es wird sowohl Strecken- als auch Lagergeschäft betrieben. Im Lagergeschäft werden die Flaschen gereinigt und zu Granulat verarbeitet. Durch Farbsortierung können bei den Kunststoffen erhebliche Qualitätssteigerungen mit entsprechend positiven Auswirkungen auf die erzielbaren Verkaufspreise erreicht werden. Das Lagergeschäft hatte in der Vergangenheit einen Anteil von 40 % und soll in Zukunft aufgrund der positiven Margenerwartung weiter ausgebaut werden. Auch hier wird das Material teilweise von der IS Dienstleistung GmbH erworben, teilweise wird es extern zugekauft.

Der **Holzhandel** wird weitgehend national betrieben. Auch hier wird sowohl Lager- als auch Streckengeschäft betrieben. Im Lagergeschäft wird in drei Holzkontoren (Berlin, Worms und Bückeberg) Holz jeglicher Qualität gesammelt, gelagert und verarbeitet. Je nach Qualität des Holzes werden die Holzkontore für die Abnahme bezahlt oder müssen das Holz abkaufen. Das Holz wird aufbereitet und dann zur stofflichen oder energetischen Weiterverwertung verkauft. Hauptlieferanten sind Stadtreinigungsbetriebe und Containerdienste. Verkauft wird das Holz sowohl an

Verbrennungsanlagen zur energetischen Verwertung als auch an nationale Produzenten von Spanplatten oder Euro – Paletten.

1.5. Markt- und Wettbewerbsumfeld

Gesamtwirtschaftlicher Rahmen

Nach einer zunächst dynamischen Erholung der **Weltwirtschaft** in der ersten Jahreshälfte des Jahres 2010, auch bedingt durch staatliche Konjunkturförderungen, verlangsamte sich dieses Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2010. Ursächlich hierfür war auch die restriktive Fiskalpolitik vieler Länder. Trotzdem wuchs die Weltwirtschaft um 4,7 % in 2010. Noch im Januar 2011 kündigte das Wirtschaftsforschungsinstitut (Wifo) ein rasantes Wachstum für die Weltwirtschaft von durchschnittlich jährlich 7,5 % bis 2015 an, welches sich vor allem aus dem dynamischen Wachstum in den Schwellenländern begründe. Das Ifo – Institut rechnet hingegen mit einem geringeren weltwirtschaftlichen Wachstum von 3,6 % in 2011. Vor allem die auslaufenden staatlichen Förderprogramme und eine restriktivere Geldpolitik der Industriestaaten, die einer konjunkturellen Überhitzung entgegensteuern wollen, führen auch nach Einschätzung der Experten der Weltbank zu einem gedämpfteren Wachstum. Die Weltbank prognostiziert für das Jahr 2011 ein Wachstum von 3,3 %, für 2012 eine Zunahme der Wirtschaftsleistung um 3,6 %.

Aufgrund der Abschwächung der Auslandsnachfrage und der fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen einiger europäischer Staaten steigerte sich das BIP im **Euro-raum** im dritten Quartal 2010 nur um 0,3 %. Im Jahr 2011 rechnet das Ifo-Institut mit einem Wachstum des BIP im Euroraum von 0,3 %. Vor allem durch die Krise der Staatsfinanzen einiger europäischer Staaten wird das Wachstum gebremst.

Im europäischen Vergleich hat sich die **deutsche Wirtschaft** am dynamischsten entwickelt. So stieg das BIP in 2010 um 3,7 % an. Ausschlaggebend für das Wachstum waren vor allem die Investitionsanreize, bedingt durch ein historisch niedriges Zinsniveau, sowie die Auslandsnachfrage. Positiv für die deutsche Wirtschaft wirkte sich die Lohnzurückhaltung der vergangenen Jahre aus, wodurch die Standortqualität Deutschlands verbesserte wurde. Für 2011 prognostiziert das Ifo-Institut ein Wirtschaftswachstum von 2,4 % für Deutschland.

Das **Markt- und Wettbewerbsumfeld** des INTERSEROH-Konzerns stellt sich differenziert nach Segmenten derzeit wie folgt dar:

Stahl- und Metallrecycling

INTERSEROH ist in Europa ein führendes Stahl- und Metallschrottreycling-Unternehmen. Die Geschäftstätigkeit in dem Segment ist ausgeprägt konjunkturabhängig und verläuft grundsätzlich gleichgerichtet zu den Primärrohstoffmärkten. Sowohl die Metallpreise als auch die Mengen brachen im Jahr 2009 infolge der Wirtschaftskrise ein, um anschließend einen deutlichen Wiederanstieg zu verzeichnen. Neben der ausgeprägten Zyklizität des Geschäfts bedingen die Transportkosten und die technischen Verwertungsmöglichkeiten bei den abnehmenden Stahlwerken das Absatzgebiet der INTERSEROH. Für den Stahlschrottbereich bedeutet dies eine Fokussierung auf den europäischen Raum. Für den Nichteisenbereich stellen aufgrund der höheren Margen hingegen auch asiatische Abnehmer eine Alternative dar.

Mittelfristig wird erwartet, dass die produzierte Rohstahlmenge um rd. 2,2 % p.a. bis 2014 ansteigt. Neben China wird auch Europa - und hier insbesondere die Türkei - überproportionale Wachstumsraten aufweisen, wobei insgesamt jedoch das Niveau aus der Vorkrisenzeit in Europa erst mittelfristig wieder erreicht werden wird. Sowohl die allgemeine Entwicklung der Stahlnachfrage als auch der Anteil an Stahlschrott in der Stahlproduktion wird hierbei weltweit zunehmen, wobei sich die letztere Entwicklung jedoch insbesondere auf China fokussieren wird, wohingegen im Absatzgebiet der INTERSEROH eher ein gleichbleibender Anteil erwartet wird. Weltweit beruhen 42 % der Rohstahlproduktion auf dem Einsatz von Stahlschrotten.

Im Nichteisenbereich verlief die weltweite Nachfrage – am Beispiel Kupfer – weniger schwankend als im Stahlbereich. Auch für die nähere Zukunft wird mit einem weiteren Anstieg zwischen 2,5 % und 3,0 % gerechnet, wobei auch hier Asien der Wachstumstreiber sein dürfte.

Das regulatorische Umfeld dieses Segments wird langfristig auch von der Umweltschutzgesetzgebung der EU geprägt, die auch in diesem Bereich für höhere Recyclingquoten und damit für steigende Schrottmengen sorgt. Bereits im Jahr 2012 wird der Markt für Metallrecycling in Europa das Vorkrisenniveau vermutlich nicht nur erreicht sondern überschritten haben. Voraussetzung hierfür ist allerdings eine stabile Weltwirtschaft.

Dienstleistung

Das Markt- und Wettbewerbsumfeld im Segment Dienstleistung wird besonders durch das regulative Umfeld geprägt. Hier bestimmen insbesondere zunehmende Verpflichtungen der Inverkehrbringer von Verpackungen in Deutschland aber auch über die deutschen Grenzen hinaus das potentielle Marktgeschehen. Deutschland selbst hat im internationalen Vergleich bereits die höchsten Verwertungsquoten. Die Mengen an zu entsorgender Verkaufsverpackung beim Endverbraucher ist seit Jahren in Deutschland weitestgehend konstant; wesentliche Veränderungen werden hier auch in der Zukunft nicht erwartet. Das Mengenvolumen im Bereich Transportverpackungen ist besonders konjunkturabhängig. Zu den von der INTERSEROH erwarteten Veränderungen des regulativen Umfelds verweise ich auf Abschnitt C. III. 3.3. Die Wettbewerbsstruktur bei Verkaufsverpackungen ist oligopolistisch auf neun Systemanbieter verteilt mit ausgeprägter Dominanz eines Wettbewerbers und relativ geringen Marktanteilen von 4 Wettbewerbern. Im Bereich Transportverpackungen sieht sich INTERSEROH als bisheriger Marktführer verstärktem Wettbewerb und damit potenziell Margen- und Mengendruck unterworfen.

Auch die anderen Geschäftsbereiche der INTERSEROH im Segment Dienstleistung sind geprägt durch hohen Wettbewerbsdruck.

Rohstoffhandel

Das Segment Rohstoffhandel gliedert sich in den national betriebenen Bereich Altholz sowie in den Bereich Altpapier und Altkunststoff. Wie das Segment Stahl- und Metallschrottrecycling war dieses Segment während der Wirtschaftskrise durch starke Rohstoffpreisschwankungen bestimmt, die mit entsprechenden Schwankungen der Nachfrageseite und der Verfügbarkeitsseite einher gehen.

Im Bereich des Altpapierhandels brach der Preis für Kaufhausaltpapier von Januar 2008 auf Januar 2009 um 85 % von 75 €/t auf 10 €/t ein. Dank der sich belebenden Konjunktur stiegen die Preise für Altpapier im zweiten Quartal des Jahres 2010 wieder an. Ursächlich für den rasanten Preisanstieg von 5 € - 10 €/t im Januar 2009 auf 80 € - 100 €/t (je nach Materialsorte) im Januar 2011 ist vor allem die erhöhte Nachfrage nach Wellpappe, welche vornehmlich zur Verpackung von Produkten verwendet wird, zurück zu führen. Vor allem im chinesischen Raum erhöhte sich die Nachfrage drastisch. Der durch die vermehrte Produktion erhöhte Zellstoffpreis

führte zu zusätzlicher Nachfrage nach recycelbarem Altpapier. Der wesentliche Abnehmer für Altpapier der INTERSEROH sind Papierfabriken. Begrenzend wirken sich im Bereich Altpapier die Verfügbarkeiten von Papier aus, da insbesondere in Deutschland aber auch im Rest von Europa hier bereits hohe Rücklaufquoten zu verzeichnen sind. Hier ist daher auch mittelfristig nur noch geringes Steigerungspotenzial zu erwarten.

Im Bereich Altkunststoff entwickelte sich die Nachfrage im Markt positiv. Während im November 2010 noch mit Preisrückgängen durch rückläufige Nachfrage aus Fernost gerechnet wurde, verbesserte sich die Preis- und Nachfragesituation im Bereich der Altkunststoffe im laufenden Geschäftsjahr 2011. Hauptabnehmer für Altkunststoffe der INTERSEROH ist das verarbeitende Gewerbe. Hier führte der Preisanstieg bei Neuware im Bereich der Kunststoffproduktion zu erhöhter Nachfrage bei Flakes und Regranulaten. Nach Brancheneinschätzungen wird hier auch weiterhin mit einer anhaltend steigenden Nachfrage gerechnet. Die Preisschwankungen sind letztlich gekoppelt an die Ölpreisschwankungen und daher zukünftig vermehrt zu erwarten.

Nach einer Untersuchung des Bundesverbandes Sekundärrohstoffe und Entsorgung e.V. und des Verbandes der Deutschen Holzwerkstoffindustrie werden jährlich in Deutschland 8 Mio. Tonnen Althölzer gesammelt und einer stofflichen und energetischen Verwertung zugeführt. Nach einem witterungsbedingten Preis- und Nachfragerückgang Ende 2010 haben sich die Preise für Althölzer im laufenden Jahr weitestgehend konstant gehalten. Die wichtigsten Abnehmer für Althölzer sind neben Produzenten von Spanplatten und Europoolpaletten hauptsächlich die Müllverbrennungsanlagen, welche die Hölzer energetisch verwerten.

2. Bewertungstichtag

Als Bewertungstichtag ist der Tag der Hauptversammlung der INTERSEROH SE, auf der der Beschluss zum Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gefasst werden soll, maßgeblich. Die Hauptversammlung der INTERSEROH SE ist am 17. Mai 2011 vorgesehen.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 1. Januar 2011 gewählt. Dementsprechend wurden die geplanten ausschüttungsfähigen Ertragsüberschüsse sowie die Thesaurierungsbeträge entsprechend der angenommenen Verfügbarkeit für Anteilseigner bzw. Gesellschaft zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend auf den 17. Mai 2011 mit dem maßgeblichen Diskontierungszinssatz aufgezinst.

Diese Vorgehensweise ist meines Erachtens angemessen.

3. Ertragswertermittlung

3.1. Unternehmensplanung

Für die Bewertung der INTERSEROH SE wurden bei der Ermittlung des Ertragswertes zwei Phasen zugrunde gelegt.

Für die erste Phase, die den Zeitraum 1. Januar 2011 bis 31. Dezember 2013 umfasst, wurde auf die im Aufsichtsrat der Gesellschaft verabschiedete Planung des INTERSEROH-Konzerns abgestellt (Detailplanung).

In einer zweiten Phase ab dem Jahr 2014 erfolgte grundsätzlich die Fortschreibung der finanziellen Überschüsse des Geschäftsjahres 2013 unter Berücksichtigung eines Wachstumsfaktors. Da für die Segmente Stahl- und Metallrecycling sowie Rohstoffhandel nicht davon ausgegangen werden konnte, dass die im letzten Detailplanungsjahr 2013 ausgewiesenen Ergebnisse als nachhaltig erzielbar angesehen werden können, wurden segmentspezifische Normalisierungen der erwarteten EBITDA-Marge sowie Anpassungen des nachhaltigen Reinvestitionsvolumens ab 2014 vorgenommen.

Die Bewertung der INTERSEROH SE basiert auf einer nach den Regeln der International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellten **Konzernplanung** und umfasst eine Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und eine Plan-Bilanz sowie eine daraus abgeleitete Plan-Cash-Flow-Rechnung. Darüber hinaus werden weitere Detailpläne erstellt, insbesondere für Investitionen, Preis-/Mengenentwicklungen oder zur Aufschlüsselung aggregierter Planzahlen. Die Planungsrechnung erfolgt

grundsätzlich auf Jahresbasis; lediglich die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung für das erste Planjahr erfolgt mit monatlicher Unterteilung.

Unterjährig wird jeweils nach dem Vorliegen der Ergebnisse der ersten drei Quartale eines jeden Jahres ein Forecast erstellt. Hierbei wird unter Berücksichtigung der aufgelaufenen Ist-Ergebnisse eine Hochrechnung auf das laufende Jahr vorgenommen. Aktuelle Erkenntnisse und Veränderungen im Unternehmensumfeld werden berücksichtigt. Im Falle von erwarteten Planunterschreitungen werden geeignete Maßnahmen entwickelt, um den ursprünglichen Plan zu realisieren.

In die Planungsrechnung werden alle vollkonsolidierten Beteiligungen der INTERSEROH SE einbezogen. Nicht vollkonsolidierte Beteiligungen werden über das Beteiligungsergebnis geplant. Dieses wird aus separaten Planungsrechnungen der Minderheitsbeteiligungen abgeleitet.

Planungseinheiten sind sämtliche vollkonsolidierte Einzelgesellschaften des INTERSEROH-Konzerns. Die Planungen werden auf Ebene der drei Segmente sowie auf Konzernebene konsolidiert. Jede Planungseinheit erstellt eine Ergebnis- und Investitionsplanung und leitet u.a. nach Wertstofffraktionen bzw. Herkunft, Mengen, Umsatz und Rohmargen ab. Die Bilanz- und Cash-Flow-Planung erfolgt auf Ebene des Konzerns.

Die der Bewertung zugrunde liegende Planung für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 resultiert aus einem jährlich regelmäßig stattfindenden, anlassunabhängigen Planungsprozess in der INTERSEROH-Gruppe. Der Planungsprozess startet im Mai/Juni eines Jahres mit der Vorgabe von strategischen Zielsetzungen und grundlegender Prämissen seitens des Vorstandes. In einem mehrstufigen Top Down/Bottom Up – Prozess werden diese auf die drei Segmente Stahl- und Metallrecycling, Dienstleistung sowie Rohstoffhandel heruntergebrochen und für die einzelnen rechtlichen Einheiten, die den jeweiligen Segmenten zugeordnet werden, operationalisiert. Zum Jahresende erfolgt dann die Vorstellung und Verabschiedung der Planungsrechnung im Vorstand und Aufsichtsrat.

Konkret stimmte der Aufsichtsrat in seiner Sitzung am 8. Dezember 2010 der Mehrjahresplanung für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 zu.

Soweit sich zum Zeitpunkt der Erstellung der Unternehmensbewertung gegenüber dem Zeitpunkt der Verabschiedung der Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 durch den Aufsichtsrat Sachverhalte ergeben haben, die noch nicht oder nicht mehr abzubilden waren, wurden diese durch den Bewertungsgutachter entsprechend berücksichtigt. Dies betrifft insbesondere Veränderungen im Konsolidierungskreis sowie die Finanzierungsbedingungen. Infolgedessen wurden vom Bewertungsgutachter die Plangrößen Finanzergebnis und Ertragsteuern auf Konzernebene neu berechnet. Daneben wurden aufgrund des Beschlusses durch den Aufsichtsrat vom 28. März 2011 die Ausschüttungsannahmen für den Detailplanungszeitraum modifiziert.

3.2. Vergangenheitsanalyse

Ausgangspunkt meiner Tätigkeit war die Analyse von Vergangenheitsergebnissen, da diese als erste Orientierung für die Plausibilisierung von Planzahlen dient. Hierfür standen mir insbesondere die geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse der INTERSEROH SE für die Geschäftsjahre 2008 und 2010 zur Verfügung.

Ertragslage

Vom Bewertungsgutachter wurden die Geschäftsjahre 2008 bis 2010 auf Konzernebene um außergewöhnliche und einmalige Vorgänge bereinigt, um so eine bessere Vergleichbarkeit der Entwicklung der Vergangenheit mit den Planzahlen zu gewährleisten.

Die konsolidierte Ertragslage auf Basis internationaler Rechnungslegungsstandards ergibt sich danach unter Berücksichtigung der vorgenommenen **Bereinigungen** des Betriebsergebnisses (EBIT) wie folgt:

INTERSEROH Konzern	2008		2009		2010	
	IST		IST		IST	
	in Mio. €	%	in Mio. €	%	in Mio. €	%
Umsatzerlöse	2.065,8	99,8	1.266,6	99,2	1.939,9	100,8
Bestandsveränderung	5,0	0,2	10,4	0,8	-15,7	-0,8
Gesamtleistung	2.070,8	100,0	1.277,0	100,0	1.924,2	100,0
Materialaufwand	1.784,1	86,2	1.020,1	79,9	1.578,2	82,0
Rohhertrag	286,8	13,8	256,9	20,1	346,0	18,0
Personalaufwand	96,4	4,7	93,3	7,3	95,8	5,0
Abschreibungen	21,6	1,0	23,2	1,8	21,1	1,1
Sonstige betriebliche Erträge	35,0	1,7	24,3	1,9	25,3	1,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	170,3	8,2	148,5	11,6	206,7	10,7
Betriebsergebnis (bereinigt)	33,4	1,6	16,2	1,3	47,5	2,5
Bereinigungen (+/- Ertrag/Aufwand)	-1,6		+6,4		+15,0	
Finanzergebnis	-13,0	-0,6	-16,0	-1,3	-17,0	-0,9
Beteiligungsergebnis	-12,9	-0,6	-2,8	-0,2	0,1	0,0
Finanzergebnis	-25,9	-1,3	-18,8	-1,5	-16,9	-0,9
EBT (vor Bereinigungen)	5,9	0,4	3,8	-0,2	45,7	1,6

Hierzu gebe ich folgende Erläuterungen:

Die **wirtschaftliche Entwicklung** der INTERSEROH SE war in den Jahren 2008 bis 2010 wesentlich von den Auswirkungen der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise beeinflusst.

Nach einer zunächst zufriedenstellenden Ergebnisentwicklung in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2008 kam es im vierten Quartal verstärkt zu Auftragsstornierungen, vor allem im Segment Rohstoffhandel und im Stahl- und Metallrecycling. Das dritte und vierte Quartal 2008 war zudem geprägt von rückläufigen Preisen, was zu erheblichen Abwertungen im Vorratsbereich führte.

Für das Geschäftsjahr 2009 setzte sich der negative Trend zunächst weiter fort, insbesondere waren erhebliche Umsatzeinbrüche in den Segmenten Stahl- und Metallrecycling und Rohstoffhandel zu verzeichnen. Ursächlich für die rückläufigen Preise waren im Wesentlichen die gedrosselte Produktion bei den Stahlwerken und der Industrie und die damit verbundene geringe Nachfrage nach Rohstoffen.

Im Geschäftsjahr 2010 stabilisierte sich die gesamtwirtschaftliche Lage aufgrund zunehmender Dynamik aus dem asiatischen Raum und einer expansiven Finanzpolitik in den Eurostaaten zusehend, was sich positiv auf die Nachfrageentwicklung auf den Rohstoffmärkten und somit stimulierend auf die Preisentwicklung auswirkte. INTERSEROH konnte angesichts der steigenden Nachfrage nach Stahl- und Metallschrotten, hochwertigen Sekundärrohstoffen sowie Altpapier profitieren und weitestgehend an das Vorkrisenniveau anknüpfen.

Im Geschäftsjahr 2010 sind die **Umsatzerlöse** von € 1.266,6 Mio. um 53 % auf € 1.939,9 Mio. gestiegen und haben damit fast das Niveau von € 2.065,8 Mio. im Geschäftsjahr 2008 wieder erreicht. Dies ist vor allem bedingt durch die bereits erwähnten Preis- und Nachfrageeinbrüche in den Geschäftsjahren 2008 und 2009, die im Geschäftsjahr 2010 noch nicht vollständig kompensiert werden konnten.

Hierbei weisen die Segmente der INTERSEROH im Zeitablauf sehr unterschiedliche Entwicklungen auf.

Mit einem durchschnittlichen Umsatzanteil von 71% hat das **Segment Stahl- und Metallrecycling** den größten Anteil am Konzernumsatz. Hier entwickelten sich die Umsatzerlöse aufgrund der oben beschriebenen Preis- und Nachfrageeinbrüche zunächst stark rückläufig von € 1.561,9 Mio. in 2008 auf € 833,2 Mio. im Jahr 2009. Bedingt durch die konjunkturelle Erholung vor allem im asiatischen Raum konnten die Umsatzerlöse von 2009 auf 2010 um € 551,3 Mio. auf € 1.384,5 Mio. gesteigert werden. Obwohl die verkaufte Tonnage nicht annähernd das Niveau von 2008 erreichte, entwickelten sich die Umsatzerlöse aufgrund der positiven Preisentwicklung fast wieder auf Vorkrisenniveau.

Das **Segment Dienstleistung** entwickelte sich mit einem durchschnittlichen Anteil am Konzernumsatz von 21 % im Betrachtungszeitraum nahezu konstant und war damit wenig anfällig für die weltweite Wirtschaftskrise. Die Umsatzerlöse gingen von € 314,8 Mio. in 2008 um € 3,1 Mio. auf € 311,7 Mio. in 2009 nur geringfügig zurück. In 2010 stiegen die Umsatzerlöse um € 141,2 Mio. auf € 452,9 Mio., entsprechend 45,3 %, an. Ursächlich hierfür waren vor allem die Neukundengewinnung in den Bereichen Duales System INTERSEROH, Recycling Solutions und Branchenlösungen.

Auch die Entwicklung im **Segment Rohstoffhandel** war in den Jahren 2008 und 2009 geprägt von den Preis- und Nachfragerückgängen. So entwickelten sich die Umsatzerlöse von € 222,6 Mio. in 2008 um 33% auf € 148,5 Mio. in 2009 rückläufig. Dies wurde vor allem durch einen in 2009 durchweg niedrigen Preis für Altpapier und eine zudem rückläufige Papierproduktion bedingt. Auch volatile Preisentwicklungen auf dem Kunststoffmarkt und die eingebrochene Nachfrage nach aufbereitetem Holz hielten die Umsatzerlöse auf einem niedrigen Niveau. In 2010 blieben die Umsatzerlöse mit € 139,0 Mio. nahezu auf dem Niveau des Vorjahres. Obwohl sich die Preise im Papier- und Kunststoffhandel in 2010 aufgrund der gestiegenen Nachfrage wieder erholten, konnten die Umsatzerlöse nicht gesteigert werden, was vor allem an einem Rückgang der vermarkteten Tonnage im Bereich Papierhandel lag. Insbesondere sorgte der Verkauf der INTERSEROH France S.A.S. für rückläufige Mengen und Umsatzerlöse im Bereich Papier. Weiterhin veräußerte INTERSEROH im Geschäftsjahr 2010 die Gesellschaftsanteile an der IS Holzkontor Wuppertal GmbH mit entsprechenden Umsatzrückgängen im Bereich Holz.

Auch die Entwicklung der **Materialaufwendungen** war im Betrachtungszeitraum geprägt durch die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise. So entwickelte sich die Materialaufwandsquote von 86,2 % in 2008 rückläufig auf 79,9 % im Jahr 2009. Ursächlich hierfür waren vor allem die im Vergleich zur Umsatzentwicklung überproportional rückläufigen Materialaufwendungen in den Bereichen Stahl- und Metallrecycling und Rohstoffhandel. Der Dienstleistungsbereich hingegen entwickelte sich gegenläufig. Nach einem nahezu unveränderten Umsatz in den Jahren 2008 und 2009 stiegen hier die Materialaufwendungen um 18 % an. Ursächlich hierfür ist die Kostenverteilung im Bereich des dualen Systems, da hier die Kosten

für die Entsorgung anteilig an die Systemdienstleister entsprechend deren Marktanteil weitergeleitet werden. Im Geschäftsjahr 2010 stieg die Materialaufwandsquote bedingt durch die anziehenden Preise für die Beschaffung von Stahlschrott und Nicht-Eisenmetalle aber auch für Papier und Kunststoff wieder auf 82,0 % an.

Die zuvor beschriebene Entwicklung spiegelt sich im **Rohertrag** der INTERSEROH der vergangenen drei Geschäftsjahre wieder. Dem Rückgang von € 286,8 Mio. in 2008 auf € 256,9 Mio. im Jahr 2009 steht ein deutlicher Anstieg auf € 346,0 Mio. im Geschäftsjahr 2010 gegenüber. Die Rohertragsmarge betrug im Jahr 2008 13,8 % und verbesserte sich trotz rückläufiger Umsätze im Geschäftsjahr 2009 - infolge überproportional gesunkenen Materialaufwendungen in den Segmenten Stahl- und Metallrecycling und dem Rohstoffhandel - deutlich auf 20,1 %. Im Geschäftsjahr 2010 stiegen sowohl die Absatzpreise als auch die Preise bei der Materialbeschaffung. Hierbei wurde das Umsatzwachstum von 2009 auf 2010 in Höhe von 53,2 % durch insgesamt überproportional gestiegene Materialaufwendungen um 54,7 % überkompensiert, so dass die Rohertragsmarge auf 18,0 % zurück ging. Der wesentliche Anteil am erwirtschafteten Rohertrag wird vom Segment Stahl- und Metallrecycling erbracht, gefolgt vom Segment Dienstleistung und dem Segment Rohstoffhandel.

Der **Personalaufwand** schwankte im Betrachtungszeitraum grundsätzlich gleichlaufend, wenngleich deutlich weniger als die Roherträge und entwickelte sich insgesamt leicht rückläufig von € 96,4 Mio. € in 2008 auf € 95,8 Mio. in 2010. Ursächlich hierfür war im Wesentlichen der Rückgang des Personals von 1.864 auf 1.774 Mitarbeiter, maßgeblich bestimmt durch Veränderungen im Konzernkreis.

Die **Abschreibungen** liegen mit € 21,1 Mio. in 2010 nur geringfügig unterhalb des Betrages von 2008 und bei rd. 1 % der Gesamtleistung. Hierbei ist zur berücksichtigen, dass dieser Posten gegenüber den in der geprüften Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen Werten um außerplanmäßige Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen bereinigt wurde.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** beinhalten im Wesentlichen Rückerstattungen aus der Ausfallreserve Asset Backed Securities, Versicherungsentschädi-

gungen und Kursgewinne. Hier wurden außerordentliche Erträge in Höhe von € 28,6 Mio. in 2008, € 19,4 Mio. in 2009 und € 34,5 Mio. in 2010 bereinigt. Dies betraf insbesondere Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen, die Ausbuchung von Verbindlichkeiten und im Geschäftsjahr 2010 mit € 13,6 Mio. Erträge aus Entkonsolidierung veräußerter Unternehmen.

In den **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** sind insbesondere Vertriebs- und Verwaltungskosten enthalten. Auch hier wurden im Zuge der Bereinigung die außerordentlichen und periodenfremden Aufwendungen eliminiert. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um Wertberichtigungen auf Forderungen und Verluste aus Anlagenabgängen. Die Bereinigungen betragen € 30,2 Mio. in 2008, € 12,1 Mio. in 2009 und € 16,4 Mio. in 2010. Die bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen entwickelten sich zunächst von € 170,3 Mio. in 2008 auf € 148,5 Mio. in 2009 rückläufig. Im Geschäftsjahr 2010 erhöhten sie sich wieder auf € 206,7 Mio. Ursächlich hierfür waren insbesondere die entsprechend der allgemeinen Geschäftsentwicklung gleichlaufenden Verkaufsprovisionen sowie Transport- und Lagerkosten.

Das negative **Finanzergebnis** beinhaltet insbesondere Zinsaufwendungen, die im Wesentlichen aus einem Konsortialkredit sowie laufenden Bankzinsen und Kosten für eine ABS-Transaktion stammen. Zum anderen sind im Finanzergebnis Erträge und Aufwendungen aus Ausleihungen gegenüber nicht konsolidierten Tochtergesellschaften enthalten. Innerhalb der INTERSEROH-Gruppe werden die Verbindlichkeiten in einem Cash-Pool gebündelt und - gekoppelt an den Euribor - verzinst.

In das **Beteiligungsergebnis** fließen im Wesentlichen die Ergebnisanteile aus den assoziierten Unternehmen ein. Ursächlich für das negative Ergebnis im Geschäftsjahr 2008 war der erwirtschaftete Verlust einer Beteiligungsgesellschaft im Segment Stahl- und Metallrecycling in Höhe von € 16 Mio. Diese Beteiligung wurde mit Wirkung zum 1. Januar 2010 veräußert.

Für eine detailliertere Darstellung der Bereinigungen verweise ich im Weiteren auch auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten PwC.

Die Bereinigungen der Vergangenheitszahlen habe ich anhand der vorliegenden Prüfungsberichte für die Geschäftsjahre 2008 bis 2010 nachvollzogen. Nach meiner Auffassung sind die Bereinigungen der Vergangenheitszahlen nachvollziehbar und angemessen erfolgt.

Vermögens- und Finanzlage

Die Vermögens- und Finanzlage der INTERSEROH SE entwickelte sich im Zeitraum 2008 bis 2010 ausweislich der nach internationalen Rechnungslegungsstandards erstellten und geprüften Konzernabschlüsse wie folgt:

INTERSEROH SE	31.12.2008 IST		31.12.2009 IST		31.12.2010 IST	
	in Mio. €	%	in Mio. €	%	in Mio. €	%
Immaterielle Vermögensgegenstände	131,1	18,0	137,2	20,8	128,8	19,6
Sachanlagen	120,2	16,5	108,4	16,4	91,3	13,9
Finanzanlagen	10,2	1,4	8,6	1,3	10,8	1,6
Sonstige Finanzanlagen	18,1	2,5	13,1	2,0	7,6	1,2
Sonstige Vermögenswerte	13,6	1,9	15,2	2,3	11,1	1,7
Langfristige Vermögensgegenstände	293,2	40,2	282,6	42,8	249,6	38,0
Vorräte	65,9	9,0	74,8	11,3	107,6	16,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	156,1	21,4	153,6	23,3	197,8	30,1
Finanzanlagen	6,5	0,9	6,4	1,0	6,8	1,0
Sonstige Vermögenswerte	42,7	5,9	53,1	8,1	29,9	4,6
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	165,0	22,6	89,0	13,5	64,9	9,9
Kurzfristige Vermögensgegenstände	436,2	59,8	377,0	57,2	407,0	62,0
Summe Aktiva	729,4	100,0	659,7	100,0	656,6	100,0
Grundkapital	25,6	3,5	25,6	3,9	25,6	3,9
Rücklagen	124,6	17,1	123,5	18,7	158,7	24,2
Minderheitenanteile	11,4	1,6	9,8	1,5	12,0	1,8
Eigenkapital	161,6	22,2	158,9	24,1	196,3	29,9
Pensionszusagen	20,0	2,7	19,8	3,0	19,3	2,9
Sonstige langfristige Rückstellungen	6,1	0,8	4,6	0,7	5,3	0,8
Finanzschulden	127,2	17,4	15,7	2,4	94,7	14,4
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	17,1	2,3	18,9	2,9	7,7	1,2
Langfristige Verbindlichkeiten	170,4	23,4	59,0	8,9	127,0	19,3
Kurzfristige Rückstellungen	10,8	1,5	14,8	2,2	8,8	1,3
Finanzielle Schulden	178,3	24,4	182,6	27,7	55,1	8,4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	142,2	19,5	177,0	26,8	215,9	32,9
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	66,1	9,1	67,4	10,2	53,5	8,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	397,4	54,5	441,8	67,0	333,3	50,8
Summe Passiva	729,4	100,0	659,7	100,0	656,6	100,0

Hierzu gebe ich folgende Erläuterungen:

Die **immateriellen Wirtschaftsgüter** beinhalten im Wesentlichen Geschäfts- und Firmenwerte, Kundenbeziehungen, Exportlizenzen und Software. Der Zugang bei den Geschäfts- und Firmenwerten im Geschäftsjahr 2009 resultiert im Wesentlichen aus dem Erwerb eines verbundenen Unternehmens und Zukäufen von Minderheitsanteilen bei zwei Beteiligungen. Der Rückgang der immateriellen Vermögensgegenstände zum 31. Dezember 2010 ist im Wesentlichen auf den Verkauf der INTERSEROH France S.A.S. zurückzuführen. Die übrigen immateriellen Vermögensgegenstände werden planmäßig abgeschrieben.

Unter dem Posten **Sachanlagevermögen** werden im Wesentlichen Grundstücke und Gebäude sowie technische Anlagen und Maschinen bilanziert. Der Rückgang des Sachanlagevermögens zum 31. Dezember 2010 ist vor allem durch den Verkauf der INTERSEROH France S.A.S. und der RuP Rohstoffhandelsgesellschaft mbH verursacht.

Die **Finanzanlagen** enthalten die im Berichtszeitraum zu „at equity“ in den Konzernabschluss einbezogenen Unternehmen. Der Rückgang der Finanzanlagen zum 31. Dezember 2009 resultiert aus Abschreibungen auf im Rahmen der Erstkonsolidierung aufgedeckte und in den Buchwerten enthaltene stille Reserven und Firmenwerte. Zum 31. Dezember 2010 erhöhten sich im Saldo die Finanzanlagen durch den Erwerb weiterer Anteile an der fm-Beteiligungsgesellschaft mbH, Lubbenau, sowie der Ziems Recycling GmbH, Malchow, denen zwei Abgänge assoziierter Unternehmen gegenüberstanden.

In den **Sonstigen Finanzanlagen** werden Ausleihungen an assoziierte Unternehmen, Finanzderivate und Forderungen aus Asset Backed Securities ausgewiesen. Der Rückgang von € 18,1 Mio. auf € 7,6 Mio. zum 31. Dezember 2010 ist im Wesentlichen auf verminderte Ausleihungen an assoziierte Unternehmen zurückzuführen.

In den **Sonstigen langfristigen Vermögenswerten** sind im Wesentlichen latente Steueransprüche gemäß IAS 12 enthalten. Diese resultieren im Berichtszeitraum

hauptsächlich aus steuerlichen Verlustvorträgen sowie finanziellen Verbindlichkeiten und Geschäfts- oder Firmenwerten.

Unter dem Posten **Vorräte** werden neben Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen insbesondere unfertige und fertige Erzeugnisse sowie Handelswaren ausgewiesen. Der Anstieg der Vorräte von € 74,8 Mio. auf € 107,6 Mio. zum 31. Dezember 2010 ist vor allem auf den gestiegenen Bestand an Handelswaren aufgrund des Preisanstieges im Geschäftsjahr zurück zu führen. Gleiches gilt auch für den Anstieg der **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** zum Jahresende 2010.

Die **Sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte** enthalten im Wesentlichen Pfandgeldforderungen und geleistete Anzahlungen. Die Pfandgeldforderungen resultieren aus dem Ankauf pfandwerthaltiger Einweggebinde diverser Kunden. In 2010 nahmen diese Forderungen aufgrund der rückläufigen Pfand-Clearing – Umsätze mit einem wesentlichen Kunden um € 23,2 Mio. auf € 29,9 Mio. ab, da dieser den Bereich sukzessive in Eigenregie betreiben möchte.

Die **Liquiden Mittel** nahmen - korrespondierend zu den preisbedingten Zunahmen der Forderungen und Vorräte - aufgrund des erhöhten Working Capital Bedarfes im Betrachtungszeitraum von € 165,0 Mio. in 2008 auf € 64,9 Mio. zum 31. Dezember 2010 deutlich ab.

Die **Eigenkapitalquote** verbesserte sich gegenüber dem Stichtag 31. Dezember 2008 von 22,2 % über 24,1 % in 2009 auf 29,9 % zum Jahresende. Dies ist sowohl durch die Verminderung der Bilanzsumme als auch die Stärkung der Rücklagen durch das erwirtschaftete Konzernergebnis 2010 bedingt.

Die **Rückstellungen** beinhalten neben Pensionsrückstellungen im Wesentlichen Rückstellungen aus schwebenden Geschäften, welche für das Segment Dienstleistung bestehen, sowie Rückstellungen für laufende Prozesse. Hier wurden jeweils die geschätzten Gebühren und Gerichtskosten sowie die geschätzten operativen Verluste für die Laufzeit der unkündbaren Verträge zurückgestellt.

In den **Finanziellen Schulden** sind hauptsächlich Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und aus Asset Backed Securities sowie aus Finanzierungsleasing ausgewiesen. In der zweiten Jahreshälfte 2009 wurde die Zusammenführung des Finanzierungsbedarfes der inländischen Konzerngesellschaften der INTERSEROH eingeleitet, welche im Januar 2010 zu einem erfolgreichen Abschluss kamen. Hierdurch wurden bestehende Kreditlinien abgelöst und eine Umschichtung der kurzfristigen Finanzschulden aus dem bisherigen Konsortialkredit in die langfristigen Finanzschulden bedingt. Durch teilweise Rückführung verminderte sich der Bestand an Finanzschulden insgesamt.

Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** beinhalten vor allem Verbindlichkeiten aus ausstehenden Abrechnungen basierend auf noch nicht in Rechnung gestellten, aber bereits erhaltenen Dienstleistungen sowie Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit sich aus geschlossenen Verträgen ergebenden Rückzahlungsverpflichtungen aus dem Segment Dienstleistung. In diesem Segment werden Verpflichtungen für ausstehende Eingangsrechnungen gegenüber Entorgern und Handelsunternehmen gebildet, die Partner als Subunternehmer durchführen. Da systembedingt eine Leistungsabrechnung zwischen dem Hersteller und dem Dienstleister erst mehrere Monate nach Vorlage aller Leistungsnachweise vorliegt, ist im Jahresabschluss mit Erwartungskennziffern und auf Erfahrungen der Vergangenheit beruhenden Schätzungen zu arbeiten. Darüber hinaus wurden für den Geschäftsbereich Duales System INTERSEROH (DSI) Verbindlichkeiten für ausstehende Eingangsrechnungen für Entorger passiviert.

3.3. Planungsanalyse des Betriebsergebnisses

Zur Beurteilung der Planung der INTERSEROH für den Zeitraum 1. Januar 2011 bis 31. Dezember 2013 habe ich ausgehend von den mir zur Verfügung gestellten Unterlagen mit dem Vorstand und Mitarbeitern des INTERSEROH - Konzerns sowie PwC Plausibilisierungsgespräche geführt.

Ausgangspunkt meiner Tätigkeit war die Analyse von Vergangenheitsergebnissen, da diese als erste Orientierung für die Plausibilisierung von Planzahlen dient.

Die Detailplanung für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 stellt sich wie folgt dar:

	2010 IST		2011 PLAN		2012 PLAN		2013 PLAN		CAGR
	Mio. €	%							
Umsatzerlöse	1.939,9	100,0	2.014,6	100,0	2.124,2	100,0	2.203,2	100,0	4,3
Bestandsveränderung	-10,9	-0,6	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
Materialaufwand	-1.671,8	-86,2	-1.746,2	-86,7	-1.844,5	-86,8	-1.915,4	-86,9	4,6
Rohrertrag	257,2	13,3	268,8	13,3	279,7	13,2	287,8	13,1	3,8
Sonstige Vorleistungen	-19,4	-1,0	-18,4	-0,9	-18,8	-0,9	-19,1	-0,9	-0,5
Sonst. betr. Erträge	7,5	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	-127,4
Personalaufwand	-95,6	-4,9	-94,3	-4,7	-96,8	-4,6	-99,4	-4,5	1,3
Sonst. betr. Aufwand	-81,7	-4,2	-72,9	-3,6	-74,4	-3,5	-75,3	-3,4	-2,7
Neutrales Ergebnis	19,1	1,0	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,4	0,0	-128,4
EBITDA	87,1	4,5	83,1	4,1	89,2	4,2	93,4	4,2	2,3
Abschreibungen	-24,2	-1,2	-14,7	-0,7	-14,4	-0,7	-14,1	-0,6	-16,4
EBIT	62,9	3,2	68,5	3,4	74,8	3,5	79,3	3,6	8,0

Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftstätigkeit in den einzelnen Segmenten der INTERSEROH habe ich im Weiteren die Planungsanalyse des Betriebsergebnisses (EBIT) auf Ebene der einzelnen Segmente vorgenommen. Hierbei werden erforderliche Konsolidierungseffekte zwischen den Segmenten in einem zusätzlichen, gleichsam „technischen“ Segment, dargestellt.

Im Rahmen meiner Analyse der Planungsannahmen und der wesentlichen Werttreiber in der Planungsrechnung habe ich folgende Feststellungen getroffen:

Stahl- und Metallrecycling

	2010 IST		2011 PLAN		2012 PLAN		2013 PLAN		CAGR
	Mio. €	%							
Umsatzerlöse	1.384,5	100,0	1.318,9	100,0	1.365,0	100,0	1.399,1	100,0	0,4
Bestandsveränderung	-11,3	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
Materialaufwand	-1.207,7	-87,2	-1.160,3	-88,0	-1.201,3	-88,0	-1.231,2	-88,0	0,6
Rohrertrag	165,4	11,9	158,5	12,0	163,7	12,0	167,8	12,0	0,5
Sonstige Vorleistungen	-14,2	-1,0	-13,2	-1,0	-13,6	-1,0	-14,0	-1,0	-0,4
Sonst. betr. Erträge	4,1	0,3	1,1	0,1	1,0	0,1	1,1	0,1	-36,0
Personalaufwand	-55,5	-4,0	-52,6	-4,0	-54,0	-4,0	-55,3	-4,0	-0,1
Sonst. betr. Aufwand	-51,6	-3,7	-44,7	-3,4	-45,4	-3,3	-45,6	-3,3	-4,0
Neutrales Ergebnis	0,4	0,0	-0,3	0,0	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-203,8
EBITDA	48,6	3,5	48,9	3,7	51,4	3,8	53,5	3,8	3,3
Abschreibungen	-13,1	-0,9	-10,9	-0,8	-10,8	-0,8	-11,0	-0,8	-5,7
EBIT	35,4	25,5	38,0	25,3	40,5	23,3	42,5	23,6	6,3

Die **Umsatzerlöse** im Segment Stahl- und Metallrecycling steigen im Zeitraum 2010 bis 2013 durchschnittlich um 0,35 % p.a. an (CAGR). Im Planjahr 2013 betreffen rd. 56 % der Umsätze das Geschäft mit Nichteisenmetallen (NE), rd. 42 % das Geschäft mit Eisenmetallen (FE) und rd. 2 % sonstige Sachverhalte.

Der Umsatzrückgang 2011 gegenüber 2010 resultiert aus niedriger erwarteten Durchschnittspreisen, die sowohl im Eisen- als auch im Nichteisenbereich für den Detailplanungszeitraum angesetzt wurden. Über die Detailplanungsphase werden die Durchschnittspreise dann weitgehend konstant geplant, so dass erst im Jahr 2013 durch den Anstieg der umgesetzten Tonnage das Umsatzniveau aus dem Jahr 2010 leicht überschritten wird. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate in der umgesetzten Tonnage von 2010 bis 2013 beträgt im Eisenbereich 3,9 % und im Nichteisenbereich 4,7 %. Im Ergebnis wird danach im Detailplanungszeitraum der erwartete Preisrückgang durch Mengensteigerungen knapp überkompensiert.

Insgesamt wird eine weitere Internationalisierung des Geschäfts in diesem Segment erwartet, wobei insbesondere mit einer weiter hohen Nachfrage aus dem asiatischen Raum, hier China, die unterstellte Tonnagenausweitung begründet. Neben einer Intensivierung der nationalen und insbesondere internationalen Vertriebsstrukturen erfolgte in der Vergangenheit bereits der Ausbau des Überseelegers in Dordrecht/Holland zur Nutzung größerer Schiffe sowie die vollständige Übernahme der Anteile der Europe Metals BV zum 31. Dezember 2010 durch die INTERSEROH SE, da diese Gesellschaft über die notwendigen Lizenzierungen für das China-Geschäft verfügt. Damit ist die im Jahr 2010 durchgeführte Bereinigung des Beteiligungsportfolios durch den Verkauf der RuP Rohstoffhandels GmbH, INTERSEROH RSH Sweden AB und der Eisen-und-Stein-Gesellschaft mbH Horn & Co. KG in diesem Segment abgeschlossen. Darüber hinaus soll im NE-Bereich zukünftig auch der Ausbau von bisherigen Nischenprodukten, wie legierten Schrotten sowie der Produktion und Vermarktung von Desoxidationsaluminium, zum Tonnageanstieg beitragen.

Der **Rohhertrag** steigt von € 165,4 Mio. in 2010 auf € 167,8 Mio. in 2013. Die Entwicklung wird neben den Umsatzerlösen von den Materialaufwendungen bestimmt, die zum überwiegenden Teil aus den eingekauften Metallen (Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe) resultieren. Grundsätzlich sind die Zeiträume zwischen Ein- und Verkauf kurz und die Abnahmeverträge mit Kunden mit Preisgleitklauseln ausgestattet, so dass Preisveränderungen der Metalle zeitnah an die Kunden weitergegeben werden. Dies führt in Zeiträumen, in denen Rohstoffpreise nachhaltig steigen, wie etwa im Jahr 2010 dazu, dass INTERSEROH tendenziell einen positiven Rohhertragseffekt realisieren kann. Umgekehrt würde sich in Zeiten

nachhaltig sinkender Rohstoffpreise eine tendenzielle Belastung des Rohertrags aus der leicht zeitversetzten Preisweitergabe ergeben.

Da langfristig einseitige Preisentwicklungen auf Grundlage der vorliegenden Markt-/Wettbewerbsdaten nicht zu prognostizieren sind, vielmehr grundsätzlich auch zukünftig verstärkt Preisschwankungen auf den Rohstoffmärkten bestimmend sein dürften, wäre die Prämisse einseitiger Preisentwicklungen in der Planung nicht begründbar. Vor diesem Hintergrund halte ich die Prämisse nahezu konstanter Preise für den Detailplanungszeitraum für sachgerecht und eine vertretbare vereinfachende Prämisse. Der hierdurch zunächst bedingte Rückgang des Rohertrags im Jahr 2011 gegenüber 2010 wird bis zum Ende des Detailplanungszeitraums durch die geplanten Tonnageausweitungen überkompensiert.

Die Rohertragsmarge bleibt als Folge der zuvor beschriebenen Preisüberwälzungsmechanismen mit 12,0 % im Detailplanungszeitraum gegenüber 2010 nahezu konstant. Zwar sinkt der Umsatzanteil des margenschwächeren FE-Geschäfts bis 2013 leicht, wodurch insoweit ein Rückgang der Rohertragsmarge bedingt wird. Diese Entwicklung wird jedoch durch den gezielten Ausbau des margenträchtigeren Lagergeschäfts in Relation zum eher margenschwächeren Streckengeschäft kompensiert.

Unter den **sonstigen Vorleistungen** werden insbesondere Aufwendungen für Heizmaterial, Strom, Gas und Wasser ausgewiesen. Sie werden in konstanter Relation zu den Umsatzerlösen geplant.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** werden gegenüber dem Jahr 2010 um €3,0 Mio. rückläufig und dann nahezu konstant geplant. Der Rückgang ist darauf zurückzuführen, dass nicht regelmäßig zu erzielende Ertragskomponenten des Jahres 2010 nicht fortgeschrieben wurden.

Die Planung der **Personalaufwendungen** erfolgte unter Berücksichtigung der zentral vorgegebenen Prämisse einer jährlichen Lohn- und Gehaltssteigerung von 3,0 %. Der absolute Rückgang der Personalaufwendungen von 2010 auf 2011 um €2,9 Mio. resultiert einerseits aus den oben beschriebenen Änderungen im Konsolidierungskreis. Weiterhin waren im Jahr 2010 Abfindungen an Mitarbeiter zu leisten, die so in der Zukunft nicht anfallen werden. Daneben ist zu berücksichtigen, dass

die Personalintensität im Lagergeschäft deutlich höher ist als im Streckengeschäft. Andererseits sind die Durchschnittsgehälter im Lagergeschäft deutlich niedriger als im Streckengeschäft. Die im Detailplanungszeitraum konstant geplante Personalaufwandsquote bei gleichzeitig steigender Tonnage im Lagergeschäft basiert auf der Prämisse des effizienteren Personaleinsatzes.

In den **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** werden im Wesentlichen Verwaltungs-, Instandhaltungs- und Fuhrparkaufwendungen geplant. Von 2010 auf 2011 wird mit einem absoluten Rückgang in Höhe von € 6,9 Mio. gerechnet. Die Relation zu den Umsatzerlösen verbessert sich von 3,7 % in 2010 auf 3,4 % in 2011 und 3,3 % in 2013. Neben Einmaleffekten aus erhöhten Rechts- und Beratungsaufwendungen im Jahr 2010 aufgrund der zuvor beschriebenen Investments- bzw. Desinvestments in Gruppengesellschaften unterstellt der Vorstand, dass es gelingt, die latent zu erwartenden Preissteigerungen in den sonstigen Aufwendungen bei gleichzeitig mengenmäßig ausgeweitetem Geschäft durch Effizienzgewinne zu kompensieren.

Die **Abschreibungen** werden in nahezu konstanter Relation zu den Umsatzerlösen geplant und basieren auf einem periodenspezifischen detaillierten Investitionsplan der Gesellschaft. In der ursprünglichen Planungsrechnung enthaltene Abschreibungen auf Kundenstämme auf Konzernebene, die das Segment betreffen, wurden eliminiert. PwC hat dies entsprechend durchgeführt, technisch aber erst im Nachgang zur Segmentanalyse bei der Überleitung zur ewigen Rente im Detailplanungszeitraum über alle Segmente summiert ergänzt. Wesentliche Erweiterungsinvestitionsvorhaben werden in dem Segment nicht geplant. Das aus der Investitionsplanung resultierende Reinvestitionsvolumen steigt im Detailplanungszeitraum von 2011 mit € 15,6 Mio. auf 2013 mit € 17,5 Mio. an. Hierbei werden sowohl Erwerbe als auch Finanzierungsleasing berücksichtigt. Bei der Beurteilung des Anstiegs ist zu berücksichtigen, dass nach dem Krisenjahr 2009 ein sukzessiver Normalisierungs- und Nachholeffekt zu verzeichnen war.

Insgesamt steigt infolge der beschriebenen Entwicklung das geplante **EBIT** von € 35,4 Mio. in 2010 auf € 42,5 Mio. in 2013 mit durchschnittlich 6,3 % p.a. (CAGR).

Ich halte die Planung des Segments Stahl- und Metallrecycling vor dem Hintergrund der globalen Nachfragesituation und der von der Gesellschaft verfolgten Strategie und den daraus abgeleiteten Prämissen für plausibel.

Dienstleistung

	2010 IST		2011 PLAN		2012 PLAN		2013 PLAN		CAGR
	Mio. €	%							
Umsatzerlöse	452,9	100,0	570,1	100,0	609,5	100,0	648,0	100,0	12,7
Bestandsveränderung	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
Materialaufwand	-386,8	-85,4	-481,9	-84,5	-517,7	-84,9	-553,0	-85,3	12,7
Rohertrag	66,8	14,7	88,3	15,5	91,8	15,1	95,0	14,7	12,5
Sonstige Vorleistungen	-2,5	-0,5	-3,2	-0,6	-2,7	-0,4	-2,5	-0,4	0,6
Sonst. betr. Erträge	6,9	1,5	10,0	1,8	9,7	1,6	9,6	1,5	11,5
Personalaufwand	-29,5	-6,5	-35,1	-6,2	-36,0	-5,9	-37,0	-5,7	7,9
Sonst. betr. Aufwand	-28,1	-6,2	-32,3	-5,7	-32,8	-5,4	-33,1	-5,1	5,6
Neutrales Ergebnis	14,0	3,1	-0,1	0,0	-0,0	0,0	-0,0	0,0	-114,4
EBITDA	27,6	6,1	27,7	4,9	30,0	4,9	31,9	4,9	5,0
Abschreibungen	-4,7	-1,0	-3,0	-0,5	-2,7	-0,4	-2,3	-0,4	-20,7
EBIT	22,9	5,1	24,6	4,3	27,3	4,5	29,6	4,6	8,9

Die **Umsatzerlöse** des Segmentes Dienstleistung steigen im Planungszeitraum um durchschnittlich 12,7 % p.a. Dieses Wachstum ist vor allem bedingt durch einen erheblichen Umsatzsprung von 2010 auf 2011 um 25,8 %. In den Planjahren 2011 bis 2013 steigen die Umsatzerlöse dann noch mit durchschnittlich 6,6 % p.a.

Ursächlich für das hohe Wachstum gerade von 2010 auf 2011 ist vor allem die vom Vorstand der INTERSEROH erwartete Entwicklung des **Dualen System INTERSEROH**. Dieser Bereich umfasst 57,7 % der gesamten Segmentumsätze in 2011. Der starke geplante Umsatzanstieg trotz insgesamt in Deutschland seit Jahren annähernd konstanten Mengen an Verkaufsverpackungen wird mit einer erwarteten positiven Veränderung der institutionellen Rahmenbedingungen begründet. Es wird davon ausgegangen, dass durch die 5. Verpackungsnovelle sowie die gemeinsame Bestellung eines Wirtschaftsprüfers für alle neun Systembetreiber zur Überprüfung der an die gemeinsame Clearingstelle gemeldeten lizenzierten Mengen die Wirtschaftlichkeit des gesamten Systems gesteigert werden kann. Es wird davon ausgegangen, dass Systemanbieter, die sich im bisherigen System durch zu niedrige Mengemeldungen Vorteile in der Kostenbelastung verschafft haben, durch die erhöhte Transparenz zukünftig zu korrekten Meldungen gezwungen und damit entsprechend ihren wahren Marktanteilen mit Kosten belastet werden. In der Folge

werden diese Systemanbieter zukünftig kostendeckende Preise mit den Inverkehrbringern vereinbaren müssen oder aber aus dem System ausscheiden. INTERSEROH erwartet durch die beschriebenen Veränderungen Marktanteile zu gewinnen.

Im Bereich **Transportverpackungen**, der im Jahr 2011 10,0 % der Umsatzerlöse des Segmentes ausmacht, wird bis 2013 mit einem Umsatzrückgang gerechnet. Begründet ist diese Entwicklung im zunehmenden Wettbewerb, der gleichzeitig auch zu einer Verschlechterung der Rohertragsmarge führen wird. Da die Verträge mit Kunden in der Regel nur auf Jahresbasis abgeschlossen werden, besteht hier grundsätzlich die Gefahr der Abwanderung an preisgünstigere Konkurrenz, die durch die bisher in diesem Segment hohen erzielten Margen angelockt wird. Weiterhin ist zukünftig verstärkt damit zu rechnen, dass den Kunden der Wert der von ihnen zur Entsorgung angebotenen Mengen bewusst wird, so dass bei hohen Rohstoffpreisen diese vermehrt an die Kunden weitergegeben werden müssen.

Der Bereich **Recycling Solutions** verzeichnet von 2010 auf 2011 zunächst einen Umsatzrückgang und macht 2011 noch 9,6 % der Segmentumsätze aus. Der Umsatzrückgang wird damit begründet, dass zukünftig die Gesellschaft verstärkt in den Bereich Beratungsleistungen tätig werden wird, hingegen den Bereich der Vermarktungsleistungen, der für die hohen Umsätze 2010 bestimmend war, aus Margenerwägungen zurückgefahren wird. Im Planungszeitraum steigen die Umsätze dann von € 54,5 Mio. in 2010 auf € 70,0 Mio. in 2013 deutlich an, wobei Wachstumsgrenzen mit dem nach dem verabschiedeten Unternehmenskonzept geplanten Investitionsvolumen, insbesondere in die IT-Infrastruktur, abzusehen sind.

Einen weiteren wesentlichen Beitrag zur geplanten Umsatzsteigerung bis 2013 trägt der Bereich **IS Pool** bei, der im Jahr 2011 einen geplanten Umsatzanteil von 6,7 % an den gesamten Segmentumsätzen ausmacht. Nach dem vorliegenden Business Plan für diesen Bereich soll bereits im Jahr 2012 das nachhaltig aus diesem Geschäftsmodell erzielbare Umsatzvolumen erreicht werden. Vor dem Hintergrund der bisher in diesem Geschäftsbereich realisierten Umsätze erscheint die Planung – insbesondere in zeitlicher Hinsicht – ambitioniert.

Insgesamt rückläufig werden die Umsatzerlöse im Bereich **IS Pfand** geplant, der im Jahr 2011 mit 4,7 % zu den gesamten Segmentumsätzen beiträgt. Da der Markt insgesamt begrenzt ist und nur durch zwei wesentliche Marktteilnehmer bestritten wird, sind Kompensationsmöglichkeiten für einen möglichen Umsatzausfall bei gleichzeitigem Risiko weiterer Vertragskündigungen begrenzt. Insgesamt wird das Umsatzvolumen des Jahres 2010 bis zum Ende des Detailplanungszeitraums nicht wieder erreicht.

Die erwartete Umsatzentwicklung der **ausländischen Tochtergesellschaften** verläuft mit erheblichen Steigerungsraten, wenngleich im Jahr 2011 lediglich 2,7 % der Segmentumsätze aus diesem Bereich resultieren. Der Umsatzanstieg soll vor allem durch den Ausbau der Präsenz in den bereits aktiven Märkten erreicht werden. Hier sollen neben den bereits angebotenen Einzeldienstleistungen wie Recycling Solutions und der Entsorgung von Verkaufsverpackungen vor allem ganzheitliche Lösungen angeboten werden. Dies beinhaltet die Entsorgung von Verkaufsverpackungen kombiniert mit Werkstattentsorgung und die Entsorgung an den gewerblichen Anfallstellen. Ein weiterer Grund für die hier erwartete Umsatzsteigerung wird durch die Prämisse bedingt, dass der österreichische Markt für Verkaufsverpackungen, welcher bislang staatlich monopolisiert war, einer Liberalisierung unterworfen wird, an der INTERSEROH aufgrund der hohen Expertise erfolgreich partizipieren kann. Insgesamt wird mit einer höheren Verwertungsquote geplant, was angesichts des erheblichen diesbezüglichen Aufholpotentials gegenüber dem deutschen Markt plausibel ist.

Die **Materialaufwendungen** betreffen mit über 71 % der im Jahr 2011 insgesamt geplanten Aufwendungen die Positionen Fremdleistungen, die durch die Beauftragung von Entorgern zur Erfüllung der übernommenen Entsorgungsverpflichtungen gegenüber den Inverkehrbringern und übrigen Kunden eingesetzt werden. Daneben enthalten die Materialaufwendungen Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe sowie zu entrichtende Verkaufsprovisionen.

Der Rohertrag des Segmentes Dienstleistung steigert sich von € 66,8 Mio. im Jahr 2010 auf € 95,0 Mio. im Jahr 2013 um durchschnittlich 12,5 % p.a.

Der vom Jahr 2010 auf das Jahr 2011 zu verzeichnende Anstieg der **Rohhertragsmarge** von 14,7 % auf 15,5 % ist vornehmlich auf die erwarteten Veränderungen im Dualen System INTERSEROH zurückzuführen. Aufgrund der erwarteten verursachungsgerechteren Verteilung der Entsorgungsaufwendungen infolge korrekter Mengemeldungen der Systembetreiber werden Kostenentlastungen erwartet.

Gegenläufig und auch im weiteren Verlauf der Detailplanungsphase wird im Bereich der Transportverpackungen ein Rückgang der Rohhertragsmarge erwartet. Aufgrund der hier verstärkten Konkurrenzsituation werden Preiseinbußen auf Kundenseite bei unveränderter Kostenseite zu Einbußen der bisherigen Rohhertragsmargen führen.

In den **sonstigen Vorleistungen** sind im Wesentlichen Aufwendungen für Heiz- und Energiekosten enthalten. Neben der Prämisse insgesamt leicht steigender Energiekosten über den gesamten Planungszeitraum wird die Entwicklung der sonstigen Vorleistungen insbesondere davon geprägt, dass die Gesellschaft davon ausgeht, Zeitarbeiter ab dem Jahr 2012 sukzessive durch Effizienzsteigerungen abbauen zu können. Entsprechend sinken die Fremdleistungen für Personal von €2,2 Mio. in 2010 auf €0,8 Mio. in 2013.

In den **sonstigen betrieblichen Erträgen** werden neben Erträgen aus Kfz-Nutzung im Zusammenhang mit der Firmenwagennutzung und Mieterträgen im Wesentlichen Erträge aus der Übernahme von Verwaltungsdienstleistungen der IS Management GmbH für die anderen Segmente gezeigt. Diese aus Umlagen dem Segment zugeordneten Erträge werden im „technischen“ Segment Konsolidierung auf Konzernebene wieder eliminiert.

Der **Personalaufwand** erhöht sich von €29,5 Mio. in 2010 auf 35,1 Mio. € in 2011. Dieser Anstieg begründet sich im Wesentlichen durch die Konzentration des Personals für administrative Funktionen zentraler Dienste für den gesamten INTERSEROH-Konzern auf die dem Segment Dienstleistung zugeordnete IS Management GmbH. Die korrespondierenden Erträge aus Umlagen an die anderen Segmente werden unter den sonstigen betrieblichen Erträgen ausgewiesen. Auch hier findet im „technischen“ Segment Konsolidierung eine Bereinigung statt. Ansonsten wird der unterstellte jährliche Anstieg der Personalaufwendungen zu

einem großen Teil durch die mit durchschnittlich 3 % p.a. geplanten Personalkostensteigerungen bedingt, so dass im Ergebnis der geplante Umsatzzuwachs nur einen unterproportionalen Mitarbeiteranstieg mit sich bringt.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** nehmen absolut im Detailplanungszeitraum zu, in Relation zu den Umsatzerlösen jedoch von 6,2 % in 2010 auf 5,1 % in 2013 ab. Sie enthalten im Wesentlichen Raumkosten sowie Aufwendungen für Vertrieb, allgemeine Verwaltung sowie für Rechts- und Beratungsleistungen. Während die Raumkosten und Vertriebsaufwendungen insbesondere von 2010 auf 2011 aufgrund des geplanten Ausbaus im Dualen System INTERSEROH absolut wie relativ zu den Umsatzerlösen steigen, wird insgesamt für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen davon ausgegangen, dass allgemeine Kostensteigerungen durch Effizienzgewinne überkompensiert werden können.

Die **Abschreibungen** entwickeln sich im gesamten Planungszeitraum rückläufig von € 4,7 Mio. in 2010 auf € 2,3 Mio. in 2013. Im Geschäftsjahr 2010 hat die Gesellschaft vornehmlich in neue Geschäftsbereiche investiert. Für das Jahr 2011 ist hier eine Fortsetzung geplant, korrespondierend zum ausgeweiteten Umsatz. Die übrigen Investitionen betreffen im Wesentlichen Betriebs- und Geschäftsausstattung und belaufen sich in den Planjahren 2012 und 2013 jeweils auf rd. € 3 Mio. Trotz der getätigten Investitionen entwickeln sich die Abschreibungen im Planungszeitraum rückläufig. Dies ist im Wesentlichen mit dem erwarteten Rückgang im Geschäftsbereich INTERSEROH Pfand und entsprechend geringerem Investitionsvolumen hier sowie dem Auslaufen der Abschreibung auf vorhandene IT-Ausstattung begründet.

Als Ergebnis der beschriebenen Entwicklung steigt das **EBIT** des Segments Dienstleistung von € 22,9 Mio. in 2010 auf € 29,6 Mio. in 2013 (CAGR 8,9 %).

Ich halte die Planung des Segments Dienstleistung vor dem Hintergrund des Markt-/Wettbewerbs- sowie regulativen Umfelds sowie der von der Gesellschaft verfolgten Strategie und den daraus abgeleiteten Prämissen für plausibel. Gleichzeitig ist aber auch festzuhalten, dass die Auswirkungen der Änderungen im regulativen Umfeld des Dualen Systems INTERSEROH noch mit erheblichen Unsicherheiten behaftet

sind. Gleiches gilt für den prognostizierten aber noch nicht nachgewiesenen und insbesondere in zeitlicher Hinsicht vor dem Hintergrund der aktuell vorliegenden Daten eher ambitioniert geplanten Geschäftserfolg im Bereich IS Pool.

Rohstoffhandel

	2010 IST		2011 PLAN		2012 PLAN		2013 PLAN		CAGR
	Mio. €	%	%						
Umsatzerlöse	139,0	100,0	150,1	100,0	173,9	100,0	180,3	100,0	9,1
Bestandsveränderung	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
Materialaufwand	-109,5	-78,8	-128,0	-85,3	-149,5	-86,0	-155,2	-86,1	12,3
Rohertrag	29,3	21,1	22,1	14,7	24,4	14,0	25,1	13,9	-5,0
Sonstige Vorleistungen	-2,8	-2,0	-2,1	-1,4	-2,6	-1,5	-2,7	-1,5	-1,8
Sonst. betr. Erträge	1,3	0,9	0,2	0,1	0,3	0,1	0,3	0,2	-39,0
Personalaufwand	-10,6	-7,6	-6,6	-4,4	-6,8	-3,9	-7,1	-3,9	-12,7
Sonst. betr. Aufwand	-11,0	-7,9	-7,0	-4,7	-7,4	-4,2	-7,7	-4,3	-11,2
Neutrales Ergebnis	4,8	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0
EBITDA	11,0	7,9	6,6	4,4	7,8	4,5	8,0	4,4	-10,2
Abschreibungen	-6,4	-4,6	-0,8	-0,5	-0,9	-0,5	-0,8	-0,4	-50,1
EBIT	4,6	3,3	5,8	3,9	6,9	4,0	7,2	4,0	15,8

Gemessen an **Umsatzerlösen** und EBIT ist das Segment Rohstoffhandel das kleinste Segment der INTERSEROH. Von 2010 bis 2013 wird mit einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg der Segmentumsätze von 9,1 % gerechnet. Das geplante Wachstum ist nahezu ausschließlich auf einen Anstieg der gehandelten Tonnage zurückzuführen. Der überwiegende Teil der Umsätze wird in den Bereichen Papier, Pappe, Kartonage sowie Kunststoffe erzielt.

Nach der im Jahr 2010 abgeschlossenen Restrukturierung des Segments mit einem infolge des Verkaufs der INTERSEROH France S.A.S. verbundenen erheblichen Rückgang der vermarkteten Tonnage im Papierbereich wird im Planjahr 2011 wieder eine deutliche Mengensteigerung erwartet. Wesentliche Prämissen für den geplanten Tonnageanstieg im ausschließlich als Streckengeschäft betriebenen Altpapiergeschäft sind die Erweiterung der Einkaufsaktivitäten auf Süd- und Westeuropa durch die erfolgreiche Integration der ISR Italia s.r.l. bei gleichzeitig verbessertem Zugang zu den asiatischen Absatzmärkten aufgrund der größeren verfügbaren Mengen und der über die Indo China Europe BVBA bestehenden Vertriebskontakte. Weiterhin soll eine Erweiterung des Sortenspektrums auf Sondersorten erfolgen. Daneben wird von einer Preisdifferenzierung für Altpapier zwischen Europa und Asien mit entsprechenden Arbitragemöglichkeiten zwischen diesen regionalen Märkten ausgegangen.

Im Bereich Kunststoffhandel wird ebenfalls eine deutliche Steigerung der gehandelten Tonnage gegenüber dem Jahr 2010 geplant. Der im Wesentlichen bis 2012 erfolgende Anstieg soll mit einem relativen Ausbau des margenstärkeren Lagergeschäfts gegenüber dem Streckengeschäft einher gehen. Zur Erreichung der Mengensteigerung sollen die Einkaufsaktivitäten durch Erschließung neuer Länder und Umschlagplätze gestärkt werden. Weiterhin soll das Non-China Geschäft in Asien im Vergleich zum Geschäftsjahr 2010 bis zum Ende des Detailplanungszeitraums verdoppelt werden.

Der Bereich Holzhandel ist mit einem durchschnittlichen Umsatzanteil von 6 % im Jahr 2011 diesbezüglich der kleinste Bereich im Segment Rohstoffhandel, wengleich sein Anteil zum Rohertrag mit rd. einem Viertel am gesamten Rohertrag des Segments überproportional ist. Im Holzhandel wird insgesamt mit einem geringfügigen Rückgang der umgesetzten Tonnage gerechnet, von der über 78 % im Geschäftsjahr 2011 auf das Lagergeschäft entfallen.

Die **Materialaufwendungen** erhöhen sich absolut und relativ von 2010 auf 2011 deutlich. Ursächlich hierfür sind die gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen zwischen diesen Jahren, die nur eine eingeschränkte Vergleichbarkeit ermöglichen. Hierdurch verändert sich im Ergebnis das Verhältnis von margenstärkerem Lagergeschäft zu margenschwächerem Streckengeschäft im Bereich Altpapier. Dies wird auch an den von 2010 auf 2011 um über 64 % gestiegenen Fremdleistungen innerhalb der Materialaufwendungen deutlich, die durch den Anstieg des Streckengeschäfts im Altpapier bedingt werden. Insgesamt verschlechtert sich die Rohertragsmarge von 2010 auf 2013 von 21,1 % auf 13,9 %.

Die **sonstigen Vorleistungen** enthalten im Wesentlichen Energiekosten und Aufwendungen für Fremdleistungen durch Personalgestellung. Dieser Aufwandsposten wird von € 2,8 Mio. in 2010 auf € 2,1 Mio. in 2011 um danach in relativ konstanter Relation zu den geplanten Umsatzerlösen wieder absolut anzusteigen. Der Rückgang von 2010 auf 2011 ist unmittelbare Folge der in 2010 vorgenommenen gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen.

Gleiches gilt für die um rd. € 1,0 Mio. von 2010 auf 2011 gesunkenen **sonstigen betrieblichen Erträge**.

Die Planung der **Personalaufwendungen** beruht – wie auch in den anderen Segmenten – auf einer differenzierten Betrachtung des Mengen- und des Preisgerüsts. Es wird einheitlich mit einer jährlichen Personalkostensteigerungsrate von 3,0 % gerechnet. Der Personalbestand wird hingegen differenziert nach den Bereichen Altpapier, Kunststoff und Holzhandel geplant. Während im Holzhandel bei unveränderter Anzahl an betriebenen Holzkontoren auch mit nahezu unveränderter Mitarbeiterzahl geplant wird, werden insbesondere im Altpapiergeschäft Mitarbeiterzuwächse unterstellt. Allerdings steigen die Personalaufwendungen insgesamt über den Detailplanungszeitraum nur unterproportional zu den Umsatzerlösen. Dies ist neben dem Ausbau des relativ weniger personalintensiven Streckengeschäfts im Bereich Altpapier und der grundsätzlichen Prämisse von Effizienzsteigerungen insbesondere von 2010 auf 2011 den erfolgten gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen geschuldet.

In den **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** werden insbesondere allgemeine Verwaltungsaufwendungen, Kosten des Fuhrparks sowie Raumkosten geplant. Auch hier ist der deutliche Rückgang der Aufwendungen von 2010 auf 2011 auf den Verkauf der INTERSEROH France S.A.S. und eines Holzkontors zurückzuführen. Im folgenden Detailplanungszeitraum sinken die geplanten Aufwendungen in Relation zu den Umsatzerlösen in 2012 weiterhin leicht ab. Hierdurch werden erwartete Effizienzsteigerungen abgebildet, die gegenläufig zu verzeichnende Kostensteigerungen überkompensieren sollen.

Das **neutrale Ergebnis** enthielt im Geschäftsjahr 2010 im Wesentlichen Buchgewinne aus dem Verkauf der INTERSEROH France S.A.S. und eines Holzkontors. Weitere Veränderungen des Konsolidierungskreises werden im Detailplanungszeitraum nicht geplant.

Für die gegenüber 2010 deutlich niedrigeren **Abschreibungen** gibt es verschiedene Gründe: Einerseits wirkt sich auch hier die gesellschaftsrechtliche Umstrukturierung mit dem Abgang der vorgenannten Gesellschaften aus. Andererseits werden die

Abschreibungen auf Grundlage der in Vorjahren getätigten Investitionen abgeleitet. Dementsprechend zeigen sich die Folgen der während der Finanz- und Wirtschaftskrise zurückhaltenden Investitionsbereitschaft in diesem Segment. Die im Detailplanungszeitraum geplanten Investitionen liegen mit jeweils rd. € 3 Mio. in 2012 und 2013 über den Abschreibungen. In der ursprünglichen Planungsrechnung enthaltene Abschreibungen auf Kundenstämme auf Konzernebene, die das Segment betreffen, wurden eliminiert. PwC hat dies entsprechend durchgeführt, technisch aber erst bei der Überleitung zur ewigen Rente über die Segmente summiert ergänzt.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen das Jahr 2010 nur eingeschränkt mit dem Planungszeitraum vergleichbar ist. Die geplante EBIT-Marge beträgt 2011 3,3 %, 2012 und 2013 dann 4,0 %.

Ich halte die Planung des Segments Rohstoffhandel vor dem Hintergrund der globalen Nachfragesituation und der von der Gesellschaft verfolgten Strategie und den daraus abgeleiteten Prämissen für plausibel. Hervorzuheben ist jedoch auch die besondere Konjunkturabhängigkeit des Segments gerade im Bereich Papier, Pappe, Kartonage, die gerade in der vergangenen Wirtschaftskrise zu einem erheblichen Preis- und Mengenverfall geführt hat. Für die Planung wird hingegen von konstanten Preisen ausgegangen.

Konsolidierung

	2010 IST Mio. €	2011 PLAN Mio. €	2012 PLAN Mio. €	2013 PLAN Mio. €
Umsatzerlöse	-36,4	-24,4	-24,1	-24,1
Bestandsveränderung	0,0	0,4	0,0	0,0
Materialaufwand	32,1	24,0	24,0	24,0
Rohertrag	-4,3	0,0	-0,1	-0,1
Sonstige Vorleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonst. betr. Erträge	-4,8	-11,1	-11,1	-11,1
Personalaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonst. betr. Aufwand	9,0	11,1	11,1	11,1
Neutrales Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-0,1	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,1	0,0	0,0	0,0

Wesentliche Konsolidierungserfordernisse in den Umsatzerlösen und Materialaufwendungen zwischen den einzelnen Segmenten ergeben sich aus den Lieferungsbeziehungen in Bezug auf erfasste Mengen an Papier, Pappe und Kartonage sowie Kunststoff zwischen den Segmenten Dienstleistung und Rohstoffhandel.

Die sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen sind im Wesentlichen um die Umlagen administrativer Leistungen der IS Management GmbH für die anderen Segmente erforderlich.

Zusammenfassend stelle ich zur Planung der INTERSEROH folgendes fest:

Ich habe die Planungsrechnung inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen. Insgesamt erachte ich die Planung unter Berücksichtigung der vorstehenden Ausführungen für plausibel.

Die Planungsrechnung beruht auf einem systematischen Planungsprozess. Eine Analyse der vorjährigen Soll-Ist-Abweichungen für die Jahre 2008 bis 2010 ergab zwar erhebliche Abweichungen. Allerdings lassen sich diese auf die nicht vorhersehbaren erheblichen Verwerfungen infolge der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise zurückführen, weshalb keine Anhaltspunkte für eine insgesamt zu optimistische oder zu pessimistische Planungsrechnung oder mangelnde Planungsgüte bestehen.

Aus den bis zum Prüfungszeitpunkt aufgelaufenen Ergebnissen des Jahres 2011 lassen sich keine Anhaltspunkte für einen Anpassungsbedarf der Planzahlen ableiten.

3.4. Ableitung des Ergebnisses für die Phase der ewigen Rente

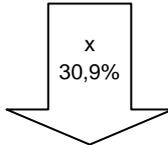
Zur Ermittlung des nachhaltig zu erwartenden Ergebnisses der INTERSEROH SE wurde durch PwC zunächst der im Jahr 2013 geplante Rohertrag mit dem Wachstumsfaktor fortgeschrieben. Zur Ermittlung des Wachstumsfaktors verweise ich auf Abschnitt C.III.4.4.

Zur Glättung von konjunkturbedingten Zyklen wurden anschließend für die Segmente Stahl- und Metallrecycling und Rohstoffhandel gemittelte EBITDA-Margen bezogen auf den Rohertrag bestimmt. Hierbei wurde für das Segment Stahl- und Metallrecycling die EBITDA-Margen der Jahre 2008 bis 2013 mit Ausnahme des krisenbedingt nicht repräsentativen Jahres 2009 berücksichtigt. Für das Segment Rohstoffhandel wurde aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen im Jahr 2010 auf den Zeitraum 2011 bis 2013 abgestellt. Für das Segment Dienstleistung wurde die EBITDA-Marge des Jahres 2013 berücksichtigt, da hier keine besondere Zyklizitäten absehbar waren und im Detailplanungszeitraum Geschäftsbereiche noch entwickelt wurden. Die so ermittelten, segmentspezifischen EBITDA-Margen wurden anhand der segmentspezifischen EBITDAs des Jahres 2013 gewichtet in eine nachhaltig auf den fortgeschriebenen Rohertrag anzuwendende EBITDA-Marge umgerechnet, die 30,9 % beträgt.

Das nachhaltig zu erwartende Reinvestitionsvolumen in der ewigen Rente wurde aus der Investitionsplanung abgeleitet. Es liegt bei € 16,2 Mio. und damit um rd. € 2,1 Mio. oberhalb des im Jahr 2013 geplanten Abschreibungsbetrags des INTERSEROH-Konzerns. Ausschlaggebend hierfür ist, dass die im Detailplanungszeitraum geplanten Abschreibungen in Teilen noch von der zurückhaltenden Investitionspolitik während der Finanz- und Wirtschaftskrise geprägt sind.

Weiterhin wurden die nachhaltig zu erwartenden Aufwendungen aus Pensionsverpflichtungen angepasst. Da es sich um geschlossene Pensionswerke handelt, grundsätzlich aber auf das Jahr 2013 als Ausgangspunkt für die Ermittlung der ewigen Rente abgestellt wird, war eine entsprechende Korrektur erforderlich, um der Begrenztheit der hieraus folgenden Aufwendungen Rechnung zu tragen. Insgesamt ergab sich ein annuisierter Bereinigungseffekt in Höhe von € 0,1 Mio.

Im Ergebnis ergibt sich folgender nachhaltig unterstellter EBIT für den Zeitraum ab 2014 ff.:

	2013 PLAN Mio. €	2014 ff. Mio. €
Rohertag	287,8	291,4
Sonstige Vorleistungen	-19,1	
Sonst. betr. Erträge	-0,2	
Personalaufwand	-99,4	
Sonst. betr. Aufwand	-75,3	
Neutrales Ergebnis	-0,4	
EBITDA	93,4	90,2
Abschreibungen	14,1	16,2
EBIT	79,3	74,0

Auf Basis meiner Analysen halte ich das Vorgehen zur Ermittlung des nachhaltig erzielbaren EBITs für nachvollziehbar und sachgerecht. Eine einfache Fortschreibung der im Geschäftsjahr 2013 erzielten, höheren EBITDA-Margen wäre aufgrund der stark konjunkturabhängigen Geschäftsentwicklung in den Bereichen Stahl- und Metallrecycling und Rohstoffhandel nicht sachgerecht. Die Auswahl der für die Mittelung der segmentspezifischen EBITDA-Margen herangezogenen Referenzzeiträume ist vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Entwicklung sowie den strukturellen Veränderungen bei der INTERSEROH vertretbar.

3.5. Finanzergebnis

Das Finanzergebnis setzt sich aus Beteiligungserträgen nicht vollkonsolidierter Beteiligungen sowie dem (Netto-)Zinsergebnis zusammen.

PwC hat das von der Gesellschaft geplante und am 8. Dezember 2010 im Aufsichtsrat entsprechend verabschiedete Finanzergebnis vor dem Hintergrund aktueller Entwicklungen und bewertungstechnischer Folgewirkungen überprüft.

Das **Beteiligungsergebnis** war danach um die Auswirkungen einer in der Planungsrechnung enthaltenen und zur Sitzung des Aufsichtsrats am 8. Dezember 2010 noch erwarteten, zwischenzeitlich aber nicht mehr geplanten Beteiligungsakquisition zu kürzen. Gegenläufig waren Beteiligungserträge aus der Anteils-

aufstockung bestehender Beteiligungen zusätzlich zu berücksichtigen, die ebenfalls so nicht in dem am 8. Dezember 2010 verabschiedeten Plan enthalten waren.

Per Saldo mindert sich das aktualisierte Beteiligungsergebnis gegenüber dem in der verabschiedeten Planung vom Aufsichtsrat ausgewiesenen Beteiligungsergebnis.

Ich habe mich durch Einsichtnahme in die Organprotokolle von den Veränderungen der Beteiligungsstruktur dem Grunde nach überzeugt. Die entsprechend zu bereinigenden Beträge resultieren aus den jeweiligen Planungen der Gesellschaften, die mir vom Controlling vorgelegt und nachgewiesen wurden.

Die **Finanzplanung** der Gesellschaft wird aus einer Finanzbedarfsrechnung unter Zugrundelegung der aktuellen Finanzierungsbedingungen abgeleitet. Hierbei wird berücksichtigt, dass der unterjährige Finanzbedarf stark schwankt und insbesondere saisonalbedingt deutlich oberhalb der zu den jeweiligen Bilanzstichtagen ausgewiesenen Nettofinanzbeständen liegt. Insoweit sind auch die stichtagsbedingt ausgewiesenen liquiden Mittel als betriebsnotwendig einzustufen. Beispielsweise waren die noch zum 31. Dezember 2010 ausgewiesenen Bestände bereits im März 2011 vollständig zur erforderlichen Finanzierung des Working Capitals in der Gruppe verbraucht.

Das Unternehmenskonzept der INTERSEROH sieht vor, die Eigenkapitalquote durch Thesaurierung erwirtschafteter Mittel zu stärken. Infolgedessen sinken die (Netto-)Zinsaufwendungen im Detailplanungszeitraum, zumal an die höheren Eigenkapitalquoten auch verbesserte Zinskonditionen geknüpft sind.

Das Finanzergebnis ab dem Jahr 2014 wurde von PwC ausgehend von den zum Ende 2013 geplanten Nettofinanzschulden abgeleitet. Hierbei wurde aufgrund der Ausschüttungsprämisse und des erreichten Gleichgewichtszustands zutreffend keine weitere Veränderung unterstellt.

Zur Berücksichtigung der sachgerechten Abbildung der Pensionsaufwendungen war der Zinsaufwand in der ewigen Rente als Gegenposten zu der bei der Überleitung des EBITs in die ewige Rente berücksichtigten Effekts um € 1,2 Mio. zu korrigieren. Ich verweise auf die Ausführung hierzu im vorangehenden Abschnitt.

Im Ergebnis stellt sich das Finanzergebnis wie folgt dar:

	2011 PLAN Mio. €	2012 PLAN Mio. €	2013 PLAN Mio. €	2014 ff. Mio. €
EBIT	68,4	74,8	79,3	74,0
Beteiligungsergebnis	1,9	3,2	3,2	3,2
Zinsergebnis	-15,7	-12,7	-11,1	-8,3
EBT	54,6	65,3	71,4	68,9

Die Ermittlung des Finanzergebnisses habe ich rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Ich komme zu dem Ergebnis, dass es sachgerecht ermittelt wurde.

3.6. Berücksichtigung von Unternehmenssteuern

In der vom Aufsichtsrat am 8. Dezember 2010 verabschiedeten Planungsrechnung werden auch Unternehmenssteuern geplant.

PwC hat im Rahmen ihrer Bewertung die Unternehmenssteuerberechnung aktualisiert.

Hierbei wurde ausgehend von den Planungen für die einzelnen Konzerngesellschaften zwischen ausländischen und inländischen Erträgen unterschieden. Für die ausländischen Erträge wurde ein pauschaler Steuersatz entsprechend dem jeweiligen Sitzland berücksichtigt sowie – sofern erforderlich – Quellensteuern berücksichtigt.

Für die inländischen Erträge wurde auf dem Ergebnis vor Steuern aufgesetzt. Dieses wurde vereinfachend in ein zu versteuerndes Einkommen bzw. für Zwecke der Gewerbesteuer unter Berücksichtigung von Hinzurechnungen in einen Gewerbeertrag übergeleitet, auf die dann die entsprechenden Regelsteuersätze für Körperschaftsteuer, Solidaritätszuschlag und Gewerbesteuer angesetzt wurden. Als Gewerbesteuerhebesatz wurde der von der INTERSEROH ermittelte durchschnittliche Gewerbesteuerhebesatz angesetzt.

Ich halte das Vorgehen von PwC für nachvollziehbar und sachgerecht. Insgesamt ermittelt PwC nach der beschriebenen Methodik einen Ertragsteueraufwand, der

unterhalb des ursprünglich von der INTERSEROH SE geplanten Ertragsteuer-
aufwands liegt.

Soweit steuerliche Verlustvorträge auf den 31. Dezember 2010 vorlagen und nutz-
bar waren, wurde deren Wertbeitrag als Sonderwert berücksichtigt.

3.7. Ausschüttungsverhalten

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

Im Rahmen der Bewertung der INTERSEROH SE wird unterstellt, dass die nach
IFRS geplanten Ergebnisse als Grundlage für die Ausschüttung zur Verfügung ste-
hen. Mithin werden mögliche Abweichungen zwischen dem nach deutscher Rechts-
lage für Ausschüttungen maßgeblichen handelsrechtlichen Ergebnissen und den
nach IFRS geplanten Ergebnissen nicht betrachtet. Diese vereinfachende Annahme
ist aus meiner Sicht nicht zu beanstanden.

Im Rahmen der Bewertung der INTERSEROH SE wurde für den Detailplanungs-
zeitraum eine Dividende in Höhe von € 0,25 je Aktie, bei 9.840.000 Aktien also rund
€ 2,5 Mio. geplant. Grundlage hierzu war ein Beschluss des Aufsichtsrats der
INTERSEROH vom 28. März 2011, der insofern die noch in der am 8. Dezember
2010 verabschiedeten Planung vorgesehene Dividende von € 0,11 je Aktie
revidierte.

Soweit die erwirtschafteten finanziellen Mittel nicht für Dividendenzahlungen vorge-
sehen sind, plant die Gesellschaft im Detailplanungszeitraum die Verwendung zur
Rückführung von Fremdkapital und damit zur Verbesserung der Eigenkapitalquote.

In der Phase der ewigen Rente wird eine Ausschüttungsquote von 50 % unterstellt,
die sich an dem am deutschen Kapitalmarkt in der Vergangenheit feststellbaren
Ausschüttungsverhalten börsennotierter Unternehmen orientiert.

Im Rahmen eines Bewertungskalküls können nach IDW S1 thesaurierte Beträge den Aktionären unmittelbar zugerechnet werden. Dieser Vorgehensweise liegt die Annahme zugrunde, dass Thesaurierungsbeträge durch das Unternehmen zum Kapitalisierungszins vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner und vor Unternehmenssteuern verzinslich angelegt werden. Alternativ können nach IDW S1 Thesaurierungsbeträge durch eine direkte Zurechnung an die Anteilseigner wertgleich abgebildet werden, wie im Bewertungsmodell von PwC modelliert. Diese Beträge gehen nicht als zur Verfügung stehende Finanzmittel in das Finanzergebnis der Planungsrechnung ein.

Soweit sich aufgrund der von PwC vorgenommenen bewertungstechnischen Anpassungen bzw. Aktualisierungen im Detailplanungszeitraum gegenüber der ursprünglichen Planung der Gesellschaft zusätzliche finanzielle Mittel ergaben, wurden diese den Anteilseignern ebenfalls unmittelbar zugerechnet.

Ich halte die bei der Bewertung der INTERSEROH SE gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten für sachgerecht und angemessen.

3.8. Ertragsteuern der Anteilseigner

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

Die Höhe der Steuerbelastung richtet sich nach der Verwendung der erwirtschafteten Beträge. Soweit eine Ausschüttung an die Anteilseigner erfolgt, werden die Beträge mit der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag belastet, im Ergebnis also mit 26,375 %.

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

Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % unterstellt vielmehr eine lange Haltedauer von über 25 Jahren.

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

Ich halte die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern insgesamt für sachgerecht.

3.9. Ableitung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen

Als Ergebnis der Planungsanalyse ergeben sich folgende zu diskontierenden Nettoausschüttungen an die Anteilseigner der INTERSEROH SE:

	2011 PLAN	2012 PLAN	2013 PLAN	2014 ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
EBIT	68,4	74,8	79,3	74,0
Beteiligungsergebnis	1,9	3,2	3,2	3,2
Finanzergebnis	-15,7	-12,7	-11,1	-8,3
Ergebnis vor Steuern	54,6	65,3	71,4	68,9
Unternehmenssteuern	-16,7	-19,5	-21,3	-20,5
Jahresüberschluss	37,9	45,8	50,1	48,4
Minderheitenanteile	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9
Ergebnis nach Minderheiten	37,1	44,9	49,1	47,5
Ausschüttungen	2,5	2,5	2,5	23,8
abzgl. persönliche Ertragsteuern auf Ausschüttungen	-0,6	-0,6	-0,6	-6,3
Nettozufluss aus Ausschüttungen	1,8	1,8	1,8	17,5
Direkte Zurechnung	19,7	3,5	3,4	24,1
abzgl. persönliche Ertragsteuern auf Thesaurierungen	-2,6	-0,5	-0,4	-3,2
Nettozufluss aus Thesaurierung	17,1	3,0	3,0	20,9
Summe zu diskontierender Nettozuflüsse	18,9	4,8	4,8	38,4

Bei der Ermittlung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen stehen Minderheitsanteile Dritter an vollkonsolidierten Konzerngesellschaften nicht zur Verfügung und wurden entsprechend im Rahmen der Bewertung durch PwC gekürzt.

4. Kapitalisierungszinssatz

4.1. Vorbemerkungen

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

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

Ich habe mich mit der im Bewertungsgutachten PwC dargestellten Vorgehensweise zur Ermittlung des Kapitalisierungszinses wie folgt auseinandergesetzt:

4.2. Basiszins

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Bei der Ableitung einer quasi-risikolosen Alternativanlage ist zusätzlich zu beachten, dass diese auch fristenadäquat zu einer zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist. Da solche Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit am deutschen

Kapitalmarkt nicht vorliegen, kann nach Empfehlungen des AKU (nunmehr FAUB) (84. Sitzung, FN-IDW Nr. 1-2/2005, S. 70) aus der zum Bewertungsstichtag beobachtbaren Zinsstrukturkurve eine Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet werden.

Bei der Bewertung der INTERSEROH SE wurde von einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten ausgegangen, die von der Deutschen Bundesbank bereitgestellt werden. Hierzu wurden entsprechend der Empfehlung des AKU (86. Sitzung, FN-IDW Nr. 8/2005, S. 555) Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum erhoben.

PwC ermittelt auf diese Weise einen einheitlichen Basiszins in Höhe von 3,5 % für den Zeitraum Dezember 2010 bis Februar 2011, also auf jeweils ganze Monate gerechnet.

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

Meine Berechnungen ergeben für den von PwC angesetzten Drei-Monatszeitraum einen einheitlichen Basiszins in Höhe von 3,58 %. Dabei wurden die ergänzenden Hinweise des FAUB zur Bestimmung des Basiszinssatzes im Rahmen objektiver Unternehmensbewertung (FN-IDW Nr. 11/2008, S. 490) beachtet. Unter Berücksichtigung der berufsständischen Rundungsregelung auf ¼-Prozentpunkte ergibt sich daraus ein Basiszins von 3,5 %.

In genannter Empfehlung des AKU wird zur Ableitung eines einheitlichen Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve ein typisierter, durchgängig um 1 % wachsender Ertragsstrom unterstellt. Ich habe in eigenen Berechnungen überprüft, inwieweit sich

der hieraus abgeleitete barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz von dem Basiszinssatz unterscheidet, der sich auf Basis des individuellen Ertragsstroms der INTERSEROH ergibt. Nach meiner Berechnung ergibt sich unter Berücksichtigung des individuellen Ertragsstroms der INTERSEROH ein Wert in Höhe von 3,59 % für den von PwC zugrunde gelegten Zeitraum.

Für die Ermittlung von Abfindung und Ausgleichszahlung sind die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung, hier also dem 17. Mai 2011, zu berücksichtigen.

Aufgrund der aktuell deutlich schwankenden Zinssituation hat PwC unter Abschnitt G.II. und G.III. im Bewertungsgutachten PwC in einer Szenariorechnung ermittelt, welche Abfindung bzw. Ausgleichszahlung sich bei einer Erhöhung des Basiszinssatzes von 3,5 % auf 3,75 % und 4,00 % bzw. Absenkung auf 3,25 % ergibt.

Für einen Dreimonatszeitraum bis zum 30. März 2011, also direkt vor Abschluss meiner Tätigkeit, ergibt sich nach meinen Berechnungen gerundet nach der zuvor beschriebenen Methodik sowohl unter Berücksichtigung eines typisiert wachsenden Ertragsstroms als auch unter Berücksichtigung des individuellen Ertragsstroms der INTERSEROH ein einheitlicher Basiszins in Höhe von 3,75 %.

Ich halte aufgrund der Nähe zum Bewertungsstichtag auf Basis aktueller Kapitalmarktdaten die Verwendung eines Basiszinssatzes von 3,75 % für sachgerecht. Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung sind die aktuellen Zinskonditionen erneut zu überprüfen, um auszuschließen, dass sich aufgrund einer zwischen Abgabe des Prüfungsberichts und Tag der Hauptversammlung eingetretene Zinsänderungen zu einer geänderten Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung führen.

Die Verwendung des von PwC ermittelten Basiszinssatzes von 3,5 % führt gegenüber der Verwendung des von mir ermittelten Basiszinssatzes von 3,75 % zu einer höheren Abfindung und einem niedrigeren Ausgleich. Dem haben der Vorstand der INTERSEROH SE und die Geschäftsführung der ALBA Group KG durch Anpassung des Ausgleichs oberhalb des von PwC ermittelten Ausgleichs angemessen Rechnung getragen.

Der von PwC verwendete Basiszinssatz von 3,50 % ist um die Abgeltungsteuer von 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag gemindert worden, so dass der Nachsteuerbetrag bei 2,58 % liegt.

4.3. Risikozuschlag

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

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

4.3.1. Marktisikoprämie

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

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

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

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

Empirische Kapitalmarktuntersuchungen der Vergangenheit zeigen, dass sich der Erwartungswert für Renditedifferenzen zwischen quasi-risikolosen festverzinslichen Staatspapieren und Investitionen in ein Marktportfolio von Aktien, bei Außerachtlassung von Extremwerten, in einer Bandbreite von 3 % und 7 % bewegte. Die Mehrzahl dieser Kapitalmarktuntersuchungen hat Vorsteuerrenditen betrachtet und berücksichtigte insbesondere nicht mögliche Auswirkungen aus dem seit 2001 geltenden Halbeinkünfteverfahren sowie der Unternehmenssteuerreform 2008.

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

Der FAUB hielt es auf Basis empirischer Untersuchungen, die explizit die Auswirkungen des Halbeinkünfteverfahrens auf die Höhe der Marktrisikoprämie berücksichtigen, für sachgerecht, wenn bei Unternehmensbewertungen mit Stichtagen ab dem 1. Januar 2005 eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5 % bis 6 % für den deutschen Markt zugrunde gelegt wurde (FN-IDW 1/2/2005, S. 71). Diesen empirisch ermittelten Schätzwerten liegt eine Aufteilung der Gesamrendite eines Aktien-

portfolios in eine beim Aktionär steuerpflichtige Dividendenrendite und eine steuerfreie Kursrendite zugrunde.

Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie ist für die Geschäftsjahre ab 2008 die Unternehmenssteuerreform 2008 zu berücksichtigen. Nach der Steuerreform unterliegen sowohl Dividenden- und Kursrendite als auch die Renditen risikoloser festverzinslicher Anleihen bei Zuflusszeitpunkten ab dem 1. Januar 2009 einer einheitlichen Abgeltungsteuer. Hierbei werden Kursgewinne jedoch erst mit Realisierung, d.h. in Abhängigkeit von der Haltedauer, der Besteuerung unterworfen, während Dividenden und Zinserträge periodisch besteuert werden.

Dies hat zur Folge, dass sich u.a. die Haltedauer auf die Nachsteuermarktrisikoprämie auswirkt. Je länger die Haltedauer ist, umso später wird ein Kursgewinn mit der persönlichen Ertragsteuer des Anteilseigners belastet und umso geringer fällt die effektive Steuerlast auf den Bewertungsstichtag aus. Im Extremfall einer unendlichen Haltedauer würde keine persönliche Ertragsteuer auf die Veräußerungsgewinne anfallen.

Im anderen Extremfall würde eine Haltedauer von bis zu einem Jahr zu einer periodischen Besteuerung der Veräußerungsgewinne führen und es damit zu keiner Unterscheidung zur prozentualen Steuerlast von Dividenden kommen. Es ist deshalb zu vermuten, dass Anleger zukünftig versuchen werden, über die Haltedauer ihre Steuerbelastung zu optimieren.

Am 3. Dezember 2009 veröffentlichte der FAUB Hinweise zu den Auswirkungen der Finanzmarkt- und Konjunkturkrise auf Unternehmensbewertungen. Hierzu führte er aus, dass seit Einführung der Abgeltungssteuer durch die Unternehmensteuerreform 2008 eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragsteuern für sachgerecht erachtet wird.

Dem Absinken der Marktrisikoprämie nach Steuern auf einen Wert von im Mittel 4,5 % liegt die Annahme zugrunde, dass es dem typisierten Anteilseigner nicht vollständig gelingen wird, die zur Kompensation seiner ab 2009 gestiegenen effektiven Ertragsteuerbelastung erforderlichen höheren Bruttorenditeforderungen am Kapitalmarkt durchzusetzen. Dies hat zur Folge, dass für den typisierten Anteilseigner

eine gegenüber der ursprünglichen Empfehlung des FAUB niedrigere Marktrisikoprämie zu erwarten ist.

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

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

4.3.2. Betafaktor

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

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

Bei der Bewertung der INTERSEROH SE wurde ein unverschuldeter Betafaktor von 1,2 der Bewertung zugrunde gelegt. Hierzu habe ich folgende Feststellungen getroffen:

Für die INTERSEROH SE als börsennotiertes Unternehmen liegen am Kapitalmarkt beobachtbare Betafaktoren vor.

Bezogen auf den CDAX und unter Berücksichtigung eines zweijährigen Beobachtungszeitraums mit wöchentlichen Intervallen habe ich einen unverschuldeten Betafaktor der INTERSEROH SE in Höhe von 0,25 ermittelt. Das Bestimmtheitsmaß beträgt 0,04. Der Wert wird auf Grundlage des t-Tests als statistisch signifikant eingestuft.

PwC verwirft den beobachtbaren Betafaktor der INTERSEROH SE als Grundlage für die Ableitung eines geeigneten Schätzers mit der Begründung, dass aufgrund der seit dem Jahr 2002 durch die ALBA AG sukzessiv aufgebauten Beteiligung an der INTERSEROH SE und im Wege eines freiwilligen Übernahmeangebots der Kursverlauf der INTERSEROH – Aktie von der Risikostruktur der Gesellschaft entkoppelt wurde und demzufolge der originäre Betafaktor nicht das systematische Risiko widerspiegelt.

In einer empirischen Untersuchung stellen Brückle/Ehrhardt/Nowak (Konzern Einfluss und Entkoppelung vom Marktrisiko – Eine empirische Analyse der Betafaktoren bei faktischen und Vertragskonzernen; ZfB Zeitschrift für Betriebswirtschaft 2008, S.455 ff.) den sog. Marktrisiko – Entkoppelungseffekt dar. Danach verringerten sich Betafaktoren mit zunehmendem Konzerneinfluss. Bei Vertragskonzernen mit Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sinke der Betafaktor der beherrschten Gesellschaft auf Werte nahe Null.

Die Verfasser der Studie schlussfolgern daraus, dass die Aktien von Minderheitsaktionären von Konzernunternehmen im Durchschnitt eine niedrigere Risikoklasse aufweisen als die Aktien von Unternehmen im Streubesitz. Sie vertreten weiter die Auffassung, dass es im Regelfall nicht sachgerecht sein könne, bei hohen Konzernierungsgraden des Bewertungsobjekts auf Peer Group – Betafaktoren abzustellen, da die Peer Group – Unternehmen, die sich nicht in einem gleichartigen Konzernierungsgrad befänden, eine andere, durchweg höhere Risikostruktur aufweisen würden.

Eine empirische Evidenz des Marktrisiko – Entkoppelungseffekts ist meines Erachtens nicht hinreichend gesichert. Die vorliegende empirische Studie von Brückle/Erhardt/Nowack gibt keine ausreichenden Hintergrundinformationen für die Veränderung der Betafaktoren im Zeitablauf. Zwar wird ein signifikanter Zusammenhang zwischen kleinen Betafaktoren und beherrschten Gesellschaften her-

gestellt. Inwieweit die in der Studie beobachteten Veränderungen der Betafaktoren allein auf die zunehmende Konzernierung oder aber auch auf andere, überlagernde Effekte zurückzuführen sind, bleibt aus meiner Sicht offen. Die Verfasser nehmen dementsprechend auch keine Stellung zur konkreten Höhe eines möglichen Effekts auf den Betafaktor aufgrund der Konzernzugehörigkeit.

Es erscheint mir – trotz der statistischen Signifikanz der beobachteten Betafaktoren der INTERSEROH SE – im Ergebnis nicht nachvollziehbar, warum ein – unzweifelhaft vorhandenes operatives Risiko des Bewertungsobjektes, das sich im vorliegenden Fall in deutlich schwankenden Jahresüberschüssen und insbesondere im Stahl- und Metallrecycling sowie Rohstoffhandel durch besonders ausgeprägte Preis- und Nachfrageschwankungen zeigt, nur deshalb niedriger sein sollte, weil das Unternehmen von einem Mehrheitsaktionär gehalten wird.

Das OLG Stuttgart (Beschluss vom 16. Dezember 2009, 20 W 2/08) führt in vergleichbarer Sache nach meiner Auffassung überzeugend wie folgt aus:

„Tendierte der Betafaktor beherrschter Unternehmen gegen Null, entspräche der Kapitalisierungszins in diesen Fällen tendenziell dem Basiszinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen. Es ist indessen nicht ersichtlich, warum sich der Mehrheitsaktionär sein aufgrund seines Beteiligungsumfangs entsprechend höheres unternehmerisches Risiko auch aus Sicht der außenstehenden Aktionäre nicht durch einen Risikozuschlag abgelten lassen sollte (vgl. Popp, WPg 2006, S. 436, 446; ähnlich Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 130). Allein die Beherrschung eines Unternehmens senkt zudem das unternehmerische Risiko nicht – durch die Abhängigkeit von einem Hauptaktionär kommt eher das Risiko von dessen Insolvenz als zusätzliches Risiko hinzu (vgl. Wittgens/Redeke, ZIP 2008, S. 542, 545).“

Vor diesem Hintergrund habe ich weitere Analysen zum operativen Risiko der INTERSEROH SE vorgenommen.

Im Zeitraum von 2002 bis 2010 ergaben sich folgende Jahresüberschüsse der INTERSEROH SE (bzw. AG):

	2002*	2003*	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Mio. €	Mio. €						
Jahresüberschuss	8,9	11,4	29,6	19,0	25,9	35,4	- 6,3	0,9
- Veränderung in %		28,1	159,6	- 35,8	36,3	36,7	- 117,8	**

* 2002 und 2003 HGB, 2004 ff. IFRS; ** ohne Aussagekraft

Es wird deutlich, dass es im Betrachtungszeitraum erhebliche Ergebnisschwankungen gab, was zumindest als Indiz für ein hohes Risiko zu werten ist.

Auch die vorliegende Planungsrechnung unterliegt meines Erachtens erheblichen Risiken, die durch den niedrigen Betafaktor der INTERSEROH SE selbst nicht plausibel abgebildet werden. Hier ist zunächst das Risiko von Rohstoffpreisschwankungen und damit einhergehenden Nachfrageverschiebungen zu nennen. Für das Segment Dienstleistung ist festzustellen, dass es nicht unerhebliche einseitige Abhängigkeiten von großen Kunden gibt. Ferner beruht die Annahme für den geplanten Erfolg des Dualen Systems INTERSEROH auf bisher nicht nachgewiesenen Prämissen. Gleiches gilt etwa für den Bereich IS Pool, bei dem es sich um ein neues Geschäftsmodell ohne Erfahrungswerte handelt. Das lässt darauf schließen, dass der unverschuldete Betafaktor der INTERSEROH SE oberhalb des Marktdurchschnitts und nicht am unteren Rand am Kapitalmarkt beobachtbarer Betafaktoren liegt.

Im Ergebnis halte ich es daher für sachgerecht, dass Seitens PwC nicht auf den eigenen Betafaktor der INTERSEROH SE abgestellt wurde, sondern die Ableitung über eine Peer Group – Untersuchung vorgenommen wurde.

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

Bei der Bewertung der INTERSEROH SE wurden daher zunächst die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen auf Basis wöchentlicher Kapitalmarktbeobachtungen mittels linearer Regression gegen den jeweils breitesten Marktindex des Herkunftslandes ermittelt. Dabei wurde ein Beobachtungszeitraum von zwei Jahren betrachtet. Anschließend wurden die verschuldeten Betafaktoren um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko bereinigt. Dieses Vorgehen ist aus meiner Sicht sachgerecht und hinsichtlich der gewählten Zeitintervalle vertretbar.

Für die unverschuldeten Betafaktoren wurde eine Bandbreite von 0,5 bis 1,6 durch PwC ermittelt, die ich durch eigene Berechnungen der Höhe nach bestätigt habe. PwC trennt die Peer Group – Untersuchung zunächst nach den Segmenten Stahl- und Metallrecycling und Rohstoffhandel einerseits und Dienstleistung andererseits. Unter Zugrundelegung der arithmetischen Mittelwerte der unverschuldeten Betafaktoren der jeweils segmentspezifischen Peer Group und des nachhaltig von INTERSEROH in den jeweiligen Segmenten erzielbaren EBITs wird nachfolgend ein einheitlicher gewichteter unverschuldeter Betafaktor von 1,2 für INTERSEROH ermittelt.

Die zur Bewertung des zukünftigen Betafaktors der INTERSEROH SE durch PwC vorgenommene Peer Group-Analyse habe ich durch eigene Analysen auf Basis der Daten des Informationsdienstleisters Bloomberg überprüft und ergänzt.

Nach meinen eigenen Analysen ergaben sich zunächst insgesamt 16 Unternehmen, deren Geschäftsmodell, Produktportfolio und Absatzregionen mit dem Bewertungsobjekt grundsätzlich vergleichbar erschien. Nach einer weltweiten Analyse und Gesprächen mit INTERSEROH insbesondere im Hinblick auf die Größe der Unternehmen, habe ich mich im Ergebnis der Peer Group von PwC angeschlossen. Nach Auskunft der Gesellschaft handelt es sich bei den dort einbezogenen Unternehmen auch um die als Wettbewerber wahrgenommenen, börsennotierten Gesellschaften, die nicht in größere Konzerne eingebunden sind.

Das Kapitalstrukturrisiko der INTERSEROH SE wurde im Rahmen der Bewertung durch PwC zutreffend erfasst, indem der unverschuldete Betafaktor von 1,2 periodisch jeweils um den aus dem variierenden Verschuldungsgrad der INTERSEROH resultierenden Risikoeffekt angepasst wurde (relevering).

Zusammenfassend halte ich den bei der Bewertung der INTERSEROH SE angesetzten periodenspezifischen Risikozuschlag als Produkt aus Marktrisiko­prämie und Betafaktor für angemessen.

4.4. Wachstumsabschlag

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

Diese Überschusswachstumsperspektive wird im Detailplanungszeitraum bei der Bemessung der Ertrags- und Aufwandsplanung unmittelbar berücksichtigt. Im Fortführungszeitraum werden die einzelnen Ertrags- und Aufwandsposten mit einem Wachstumsfaktor, der als nachhaltig erreichbar unterstellt wird, fortgeschrieben. In der Phase der ewigen Rente erfolgt die Berücksichtigung des Wachstums finanzmathematisch durch einen Abschlag beim Zins (Wachstumsabschlag).

Bei der Bewertung der INTERSEROH SE wurde ein Wachstumsfaktor von 1,1 % unterstellt. Hierbei wurden von PwC die Wachstumserwartungen der einzelnen Segmente vor dem Hintergrund der Markt-/Wettbewerbsanalyse und des erwarteten regulatorischen Umfelds getrennt analysiert und abgeleitet und anschließend durch Gewichtung mit den erwarteten EBTs des Planjahres 2013 zu einem einheitlichen Wachstumsabschlag verdichtet.

Hierzu habe ich folgende Feststellungen getroffen:

Die Veränderung der nominalen finanziellen Überschüsse wird einerseits von Mengen- und Strukturveränderungen und andererseits von Preissteigerung auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten bedingt.

Die Geschäftsentwicklung der INTERSEROH SE ist geprägt von einer dynamischen Entwicklung aus einer schwierigen wirtschaftlichen Situation der Finanz- und Wirtschaftskrise heraus. Entsprechend den in diesem Zusammenhang umgesetzten Restrukturierungsmaßnahmen, verbunden mit den Erwartungen an eine Verbesserung der administrativen Rahmenbedingungen für das Duale System

INTERSEROH, werden im Detailplanungszeitraum deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserungen gegenüber dem Referenzzeitraum geplant. Ich halte diese Planungsrechnung für ambitioniert.

Innerhalb des Detailplanungszeitraums wird im Jahr 2013 ein Ergebnisniveau erreicht (EBT), das um rd. 56,2 % über dem des Jahres 2010 liegt. Vor dem Hintergrund der Markt- und Wettbewerbsprognosen halte ich ausgehend von diesem hohen erreichten Ergebnisniveau im Jahr 2013 ein weiteres Wachstum nach Ende des Detailplanungszeitraums, das nicht überwiegend inflationsgetrieben ist, für schwer begründbar.

Hierbei ist zu berücksichtigen, dass im Segment Dienstleistung mengenbedingte Wachstumsgrenzen bezüglich des Bereichs Duales System INTERSEROH bestehen. Gleiches gilt für den Bereich IS Pool, der plangemäß bereits im Jahr 2012 seine Wachstumsgrenze bei gegebenen Investitionen erreicht. Bei einer nachhaltig von der EZB angestrebten Inflationsobergrenze für private Haushalte von 2 % und wettbewerbsbedingt zunehmend schwierigeren Möglichkeiten der Preisüberwälzung auf die Kunden halte ich in diesem Segment die von PwC erwartete Wachstumsrate von 0,5 % für vertretbar.

Für die Segmente Rohstoffhandel und Stahl- und Metallrecycling ist die besondere Abhängigkeit von der Rohstoffpreisentwicklung zu berücksichtigen. Zumindest für Kunststoffe und NE-Metalle kann hier aufgrund der zunehmenden Verknappung bzw. Verteuerung der Herstellung von relativ hohen Steigerungsraten im Vergleich zur allgemeinen Inflation ausgegangen werden. Gegenläufig ist aber auch in diesen Segmenten die hohe Wettbewerbsintensität zu beachten. Bei geringen Markteintrittsbarrieren ist daher davon auszugehen, dass es nur eingeschränkt gelingt, nachhaltig hohe Wachstumsraten durchzusetzen und Preissteigerungen uneingeschränkt auf die Kunden überzuwälzen. Die von PwC für diese Segmente angesetzten Wachstumsraten von 1,5 % stellen vor diesem Hintergrund sachgerechte Schätzer dar.

Die Gewichtung der segmentspezifischen Wachstumsfaktoren mit den in 2013 geplanten EBTs zur Ableitung eines einheitlichen Wachstumsfaktors ist nachvollziehbar und im Ergebnis sachgerecht und angemessen.

4.5. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz

Der bei der Bewertung der INTERSEROH SE angesetzte Kapitalisierungszinssatz stellt sich danach wie folgt dar:

	2011	2012	2013	2014 ff.
Basiszins vor pers. Ertragsteuern	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Pers. Ertragsteuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Beta unverschuldet	1,2	1,2	1,2	1,2
Verschuldungsgrad zu Marktwerten	23%	26%	16%	7%
Beta verschuldet	1,48	1,51	1,39	1,28
Risikoprämie nach pers. Ertragsteuern	6,66%	6,80%	6,26%	5,76%
Wachstumsabschlag				1,1%
Kapitalisierungszinssatz nach pers. Ertragsteuern	9,24%	9,37%	8,83%	7,27%

Ich halte die im Bewertungsgutachten PwC dargestellte Methode zur Ableitung des Kapitalisierungszinses sowie den angesetzten Kapitalisierungszins für angemessen.

Bezüglich der Höhe des Basiszinssatzes verweise ich auf Abschnitt C.IV.4.2.

5. Ertragswert

Aus den abgeleiteten, zu diskontierenden Nettozuflüssen sowie dem Kapitalisierungszins ergibt sich nachfolgender Ertragswert der INTERSEROH SE auf den 17. Mai 2011:

Ausschüttungen	2011	2012	2013	2014 ff.
Nettozufluss aus Ausschüttungen (Mio. €)	1,8	1,8	1,8	17,5
Kapitalisierungszins	9,3%	9,4%	8,8%	7,3%
Barwertfaktor	0,8854	0,8095	0,7438	10,2026
auf den 31.Dezember 2010 diskontierter Barwert (Mio. €)	1,6	1,5	1,4	178,4
Barwert auf den 31. Dezember 2010 (Mio. €)	182,8			
Barwert auf den 17. Mai 2011 (Mio. €)	189,0			

Thesaurierungen	2011	2012	2013	2014 ff.
Nettozurechnung aus Thesaurierung (Mio. €)	17,1	3,1	2,9	21,0
Kapitalisierungszins	9,3%	9,4%	8,8%	7,3%
Barwertfaktor	0,9567	0,8748	0,8037	11,0247
auf den 31.Dezember 2010 diskontierter Barwert (Mio. €)	16,4	2,7	2,4	231,7
Barwert auf den 31. Dezember 2010 (Mio. €)	253,1			
Barwert auf den 17. Mai 2011 (Mio. €)	261,6			

Insgesamt ermittelt PwC einen Ertragswert auf den 17. Mai 2011 in Höhe von € 450,6 Mio.

PwC hat bei der Diskontierung der Zuflüsse bei den Anteilseignern auf die voraussichtlichen tatsächlichen Zuflusszeitpunkte abgestellt. Entsprechend wurde für Wertbeiträge aus Thesaurierung unterstellt, dass sie jahresmittig zufließen. Für Ausschüttungen wurde unterstellt, dass auch in Zukunft die Hauptversammlungen im Mai eines Jahres stattfinden. Entsprechend wurden die zur Ausschüttung vorgesehenen, erwirtschafteten Beträge eines Geschäftsjahres erst zeitverzögert in den Mai des Folgejahres zugerechnet und diskontiert.

Ich habe die Diskontierung der finanziellen Überschüsse nachvollzogen. Das Abstellen auf die voraussichtlichen tatsächlichen Zuflusszeitpunkte halte ich für eine vertretbare Vorgehensweise.

Ich habe weiterhin die Ertragswertermittlung anhand eines eigenen Modells überprüft. Es ergeben sich keine höheren Unternehmenswerte.

Bezüglich der Höhe des Basiszinssatzes verweise ich auf Abschnitt C.IV.4.2.

6. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen werden zur Ermittlung des Unternehmenswertes der INTERSEROH SE nachstehende Sonderwerte angesetzt.

Soweit innerhalb des INTERSEROH-Konzerns **steuerliche nutzbare Verlustvorträge** auf den 31. Dezember 2010 vorlagen, wurde deren Wertbeitrag von PwC als Sonderwert ermittelt.

Die INTERSEROH SE bildet mit der überwiegenden Mehrheit ihrer Tochtergesellschaften einen körperschaftsteuerlichen und gewerbsteuerlichen Organkreis. Von den auf den 31. Dezember 2010 insgesamt ermittelten steuerlichen Verlustvorträgen von € 39,0 Mio. für Körperschaftsteuer und € 10,7 Mio. für Gewerbesteuer ist auf Grundlage des bestehenden Unternehmens- und Steuerkonzepts nur ein Betrag von € 13,3 Mio. für die Körperschaftsteuer und € 9,1 Mio. für die Gewerbesteuer und € 12,0 Mio. unter Berücksichtigung der ausländischen Ertragsteuern nutzbar.

Hierzu wurden die Ergebnisplanungen der jeweils über nutzbare Verlustvorträge verfügenden Konzerngesellschaft zugrunde gelegt und soweit zur Verwertung der Verlustvorträge erforderlich über das Jahr 2013 hinaus unter Berücksichtigung des segmentspezifischen Wachstumsfaktors fortgeschrieben. Zur Ermittlung der Steuerentlastung wurde auf die jeweiligen landestypischen Ertragsteuersätze der einzelnen Gesellschaften abgestellt, für Deutschland 15 % für Körperschaftsteuer und 5,5 % für den Solidaritätszuschlag sowie den gesellschaftsspezifischen Gewerbesteuersatz. Weiterhin wurde berücksichtigt, dass in Deutschland nur eine begrenzte jährliche Verlustverrechnungsmöglichkeit besteht. Die ermittelten Ertragsteuerentlastungen wurden unter Anwendung des ermittelten Kapitalisierungszinssatzes auf den Bewertungsstichtag diskontiert.

Der Sonderwert aus nutzbaren steuerlichen Verlustvorträgen beträgt € 4,6 Mio. auf den Bewertungsstichtag.

Ich halte nach meiner Prüfung die Vorgehensweise von PwC für nachvollziehbar und sachgerecht.

Für **nicht in die Unternehmensplanung einbezogene Beteiligungen** wurde durch PwC ein Sonderwert in Höhe des jeweils höheren Betrages aus Beteiligungsbuchwert und (anteiligem) Eigenkapital angesetzt. Hierbei wurden 21 Gesellschaften mit einem Sonderwert von insgesamt € 1,1 Mio. auf den Bewertungsstichtag berücksichtigt.

Ich habe die Vollständigkeit der berücksichtigten Gesellschaften auf Grundlage der Beteiligungsübersicht aus dem Prüfungsbericht des Konzernabschlusses zum 31. Dezember 2010 der INTERSEROH SE abgestimmt. Die gewählte Vorgehensweise zur Bewertung ist eine aus Wesentlichkeitsgründen vertretbare Vereinfachung.

Von PwC wurde neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen sowie den bezeichneten Sonderwerten kein **nicht betriebsnotwendiges Vermögen** angesetzt.

Ich habe anhand der Durchsicht der vorliegenden Konzernabschlüsse und der Gespräche mit Mitarbeitern der INTERSEROH keine gegenteiligen Erkenntnisse gewonnen.

7. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Anhand der Darstellung im gemeinsamen Bericht ergibt sich der Unternehmenswert der INTERSEROH SE zum 17. Mai 2011 wie folgt:

	Mio. €
Wertbeitrag aus Ausschüttung	189,0
Wertbeitrag aus Thesaurierung	261,6
Ertragswert	450,6
Sonderwert steuerliche Verlustvorträge	4,6
Sonderwert nicht konsolidierte Beteiligungen	1,1
Unternehmenswert	456,4

Das Grundkapital der INTERSEROH SE beträgt € 25.584.000 und ist in 9.840.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grund-

kapital von € 2,60 je Stückaktie eingeteilt. Eigene Aktien werden von der Gesellschaft auskunftsgemäß nicht gehalten.

Demzufolge ergibt sich auf den Tag der Hauptversammlung am 17. Mai 2011 ein rechnerischer Wert Aktie in Höhe von € 46,38.

Unter gleicher Methodik und Datengrundlage ergibt sich unter Verwendung eines Basiszinssatzes in Höhe von 3,75 % ein Unternehmenswert in Höhe von € 443,2 Mio. und ein rechnerischer Wert je Aktie in Höhe von € 45,04 auf den 17. Mai 2011.

Ich habe die Durchführung der Bewertung der INTERSEROH SE in allen wesentlichen Schritten insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zu kapitalisierenden Erträge, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Berechnung des Unternehmenswertes auf den Stichtag 17. Mai 2011 nachvollzogen und durch eigene Analysen plausibilisiert.

Ich halte die im Bewertungsgutachten PwC, das dem gemeinsamen Bericht des Vorstands der INTERSEROH SE und der Geschäftsführung der ALBA Group KG als Anlage 4 beigefügt ist, dargestellte Vorgehensweise für sachgerecht und angemessen.

V. Börsenkurs

Die Aktien der INTERSEROH SE sind zum Handel im regulierten Markt an den Wertpapierbörsen Frankfurt am Main (General Standard) und Düsseldorf zugelassen. Darüber hinaus sind die Aktien in den Freiverkehr der Börsen Stuttgart, München, Hamburg und Berlin/Bremen einbezogen und werden im XETRA-Handelssystem gehandelt.

Im Rahmen der Ermittlung der Abfindung nach § 305 AktG ist nach der Rechtsprechung des BVerfG der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln. Das BVerfG fordert, dass ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung

nicht unberücksichtigt bleiben darf. Im Ergebnis ist die Abfindung so zu bemessen, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätten. Sofern der Ertragswert unter dem Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen, wobei auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen ist. Entscheidend für die Ermittlung des Durchschnittskurses ist hierbei u.a., für welchen Referenzzeitraum dieser ermittelt wird. Der Börsenkurs ist dann nicht heranzuziehen, wenn er – z.B. bei fehlender Marktgängigkeit oder Manipulation – nicht dem Verkehrswert der Aktien entspricht oder kein Handel stattgefunden hat.

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

Bezüglich der Berücksichtigung des Börsenkurses der INTERSEROH SE habe ich nachfolgende Feststellungen getroffen:

Am 10. Dezember 2010 veröffentlichte die INTERSEROH SE eine Ad-hoc Mitteilung gemäß § 15 WpHG und gab darin die Vorbereitungen zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Isabell Finance Vermögensverwaltungs GmbH & Co. KG (seit 1. Januar 2011 umfirmierend in ALBA Group plc & Co. KG) bekannt.

Für den Dreimonatszeitraum vor Veröffentlichung dieser Ad hoc-Mitteilung habe ich unter Rückgriff auf Bloomberg-Daten den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs für die Aktien der INTERSEROH SE ermittelt. Im Referenzzeitraum vom 10. September 2010 bis 9. Dezember 2010 (mit 65 möglichen Handelstagen) habe ich folgende Daten ermittelt:

Tage mit Handel	Handelsvolumen	Durchschnittskurs
65	209.074	€ 39,32

Aufgrund der Handelsaktivitäten sehe ich keine Anhaltspunkte dafür, den Börsenkurs nach den Kriterien des BVerfG und der darauf folgenden Rechtsprechung der Zivilgerichte als nicht maßgeblich zur Bestimmung der Abfindungsuntergrenze heranzuziehen.

Der von der BaFin mitgeteilte Mindestpreis zum 10. Dezember 2010 beträgt € 39,08 je Aktie.

Die ALBA Group KG hat für die Bemessung der Abfindung einen Betrag von € 46,38 je Aktie angeboten. Der angebotene Abfindungsbetrag liegt damit über den von der BaFin mitgeteilten bzw. den von mir ermittelten Durchschnittskursen.

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

Bei der INTERSEROH SE liegt zwischen der Ankündigung der Maßnahme (10. Dezember 2010) und dem Tag der Hauptversammlung (17. Mai 2010) ein Zeitraum von 5 Monaten und 7 Tagen. Angesichts der Ladungsfristen zur Hauptversammlung und der Dauer von Bewertung und Prüfung sehe ich hier keine Anzeichen dafür, dass die Dauer möglicherweise zu lang wäre.

Gleichwohl habe ich zu Informationszwecken nachfolgend die Entwicklung des CDAX und des Solactive BNP Paribas Global Waste Management Performance-Index als näherungsweise Branchenindex bis zur Abgabe meines Prüfungsberichts zusammengefasst:

Index	Kurs		Veränderung
	10. Dezember 2010	30. März 2011	
CDAX	615,68	624,14	1,37%
Branchenindex	94,47	101,17	7,09%

VI. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Gemäß § 293e Abs. 1 AktG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Ermittlung der Bewertung der vertragsschließenden Unternehmen aufgetreten sind.

Aufgrund meiner Tätigkeit zur Überprüfung der Angemessenheit von Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG und Abfindung gemäß § 305 AktG stelle ich fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung der INTERSEROH SE aufgetreten sind.

VII. Ermittlung der Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG und der Abfindung gemäß § 305 AktG

1. Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG

1.1. Vorbemerkungen

Grundlage für die Ermittlung des Ausgleichs ist eine Unternehmensbewertung der INTERSEROH SE, die nach den Grundsätzen der Ertragswertmethode gemäß IDW S1 erfolgte.

Als Ausgleich ist gemäß § 304 Abs. 2 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer

zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Diese gesetzliche Regelung stellt sicher, dass den außenstehenden Aktionären ein Ausgleich gewährt wird, der einer durchschnittlichen Dividende entspricht, die der Aktionär ohne den Unternehmensvertrag erhalten würde.

Da das Gesetz die Aktionäre so stellen will, als ob kein Unternehmensvertrag geschlossen worden wäre, kommt es entscheidend auf die zukünftige Ertragslage an; von ihr hängt ab, was in Zukunft als Gewinn voraussichtlich verteilt werden kann. § 304 AktG stellt mithin auf den Ertragswert der Gesellschaft ab, nicht auf den Börsenkurs. Der Ausgleich soll die außenstehenden Aktionäre vor dem künftig durch die Gewinnabführung verursachten Dividendenausfall bewahren; deshalb knüpft er an den Gewinnanteil an, den der Aktionär ohne den Unternehmensvertrag voraussichtlich erhalten hätte.

Die ALBA Group plc & Co. KG garantiert den außenstehenden Aktionären der INTERSEROH SE als Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG für die Dauer des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages einen Gewinnanteil von brutto €3,94 je Aktie für jedes volle Geschäftsjahr abzüglich Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz.

Unter Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses wird hieraus eine Nettoausgleichszahlung in Höhe von € 3,25 je Aktie der INTERSEROH SE für jedes volle Geschäftsjahr ermittelt.

1.2. Ableitung des durchschnittlichen Gewinnanteils

Die Ableitung der durchschnittlichen zukünftig festen Ausgleichszahlung erfolgt durch PwC finanzmathematisch durch Verrentung des Barwerts periodenspezifischer Ertragsüberschüsse.

Für die Verrentung des Werts je Aktie wurde von PwC ausgehend vom Unternehmenswert von € 456,4 Mio. ein Zinssatz von 7,0 % angesetzt. Dieser Zinssatz

wurde als Mittelwert zwischen Basiszins und Kapitalisierungszins einschließlich Risikozuschlag (nach typisierter Einkommensteuer) ermittelt. Hierbei wird - entsprechend der auf volle Monate vorgenommenen Berechnung seitens PwC - der risikolose Basiszins in Höhe von 3,5 % berücksichtigt.

Die vorgenommene Mittelwertbildung wird damit begründet, dass die feste Ausgleichszahlung einerseits wegen der geringeren Unsicherheit im Vergleich zu schwankenden Dividendenzahlungen einem geringeren Risiko unterliegt. Andererseits ist zu berücksichtigen, dass die Ausgleichszahlung zukünftig dem Bonitätsrisiko des herrschenden Unternehmens unterliegt und der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag kündbar ist und damit nicht mit der Sicherheit einer risikoarmen Anlage der öffentlichen Hand vergleichbar ist.

Die Verrentung des Unternehmenswerts über den dargestellten Mittelwert entspricht der Bewertungspraxis und ist als Ermessensentscheidung nicht zu beanstanden.

PwC hat darüber hinaus im Rahmen einer Szenariorechnung die Ausgleichszahlungen bei Variation des Basiszinssatzes ermittelt. Bei Verwendung des von mir zum Zeitpunkt der Beendigung meiner Prüfung taggenau ermittelten Basiszinses in Höhe von 3,75 % ergibt sich danach ein Gewinnanteil von brutto €3,94 und netto von €3,25.

Die Verwendung des vorstehenden Zinssatzes halte ich für hinreichend begründet und angemessen. Die Zinskonditionen für den risikolosen Basiszins, auf denen der zu verrentende Unternehmenswert und der Verrentungssatz basieren, entsprechen dem aktuellen Stand zum Zeitpunkt meiner Prüfung.

1.3. Berücksichtigung der Körperschaftsteuer nach BGH-Rechtsprechung

Mit der Festlegung einer vom jeweiligen Körperschaftsteuertarif des betreffenden Geschäftsjahres abhängigen Nettoausgleichszahlung entspricht die Vorgehensweise im Gemeinsamen Bericht diesbezüglich der geltenden BGH-Rechtsprechung („Ytong“-Urteil vom 21. Juli 2003, II ZB 17/01). In der Literatur wurde diese Rechtsprechung begründetermaßen dahingehend kritisiert, dass mit der Entscheidung lediglich hinsichtlich des Körperschaftsteuertarifs das Stichtagsprinzip bei Unter-

nehmensbewertungen durchbrochen wurde und es keinen systematischen Grund gibt, die deutsche Körperschaftsteuer methodisch anders zu berücksichtigen als ausländische Ertragsteuern oder die deutsche Gewerbesteuer.

Entsprechend der herrschenden Bewertungspraxis wurde bei der Bemessung der Ausgleichszahlung der außenstehenden Aktionäre der INTERSEROH SE ausschließlich auf eine Anpassung der inländischen Körperschaftsteuer und des Solidaritätszuschlages abgestellt.

In Übereinstimmung mit der Verlautbarung des AKU zum vorgenannten Urteil vom 21. Juli 2003 vertrete ich die Auffassung, dass der im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vorgesehene Bruttoausgleich, der auf Grundlage der jeweiligen künftigen Körperschaftsteuerbelastung zu mindern ist, angemessen abgeleitet wurde.

1.4. Angemessenheit der Ausgleichszahlung

Im Ergebnis stelle ich danach fest, dass die vertraglich festgesetzte Nettoausgleichszahlung von € 3,25 je Aktie der INTERSEROH SE angemessen ist.

2. Abfindung gemäß § 305 AktG

Bezüglich der Ermittlung der vorgeschlagenen Barabfindung gemäß § 305 AktG habe ich folgende Feststellungen getroffen:

Der aus dem Ertragswert abgeleitete Unternehmenswert der INTERSEROH SE beträgt € 443,2 bei einem Basiszinssatz von 3,75 %. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert je Aktie in Höhe von € 45,04. Dieser Wert liegt über dem nach Maßgabe der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts heranzuziehenden Börsenkurs von € 39,08 je Aktie zum Ende des nach höchstrichterlicher Rechtsprechung für sachgerecht angesehenen Ermittlungszeitraums mit der Bekanntgabe der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme am 10. Dezember 2010.

Anders als bei der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG gleicht die Abfindung den Verlust der Herrschaftsrechte aus und eröffnet dem Aktionär die Möglichkeit, gegen volle Entschädigung aus der Gesellschaft auszuscheiden; sie richtet sich daher nach dem vollen Wert, den das Unternehmen ohne Abschluss des Unternehmensvertrages am Markt hätte.

Im gemeinsamen Bericht des Vorstands der INTERSEROH SE und der Geschäftsführung der ALBA Group KG wurde eine Barabfindung in Höhe von € 46,38 je Aktie festgelegt, die nicht unterhalb des aus dem Ertragswert abgeleiteten Unternehmenswerts liegt.

Im Ergebnis stelle ich danach fest, dass die ermittelte Barabfindung je Aktie in der vorgenannten Höhe angemessen ist.

D. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung

Auftragsgemäß habe ich eine Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 28. März 2011 zwischen der ALBA Group plc & Co. KG, Berlin, und der INTERSEROH SE, Köln, nach § 293b AktG durchgeführt. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag soll der Hauptversammlung der INTERSEROH SE am 17. Mai 2011 zur Beschlussfassung vorgelegt werden.

Ich gebe gemäß § 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach meinen Feststellungen sind aus den vorstehend dargelegten Gründen der im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der ALBA Group plc & Co. KG und der INTERSEROH SE festgesetzte Ausgleich von € 3,25 (Nettobetrag) je Aktie der INTERSEROH SE und die festgesetzte Abfindung, nach der den außenstehenden Aktionären der INTERSEROH SE je Aktie ihrer Gesellschaft eine Barabfindung von € 46,38 angeboten wird, angemessen. Die Regelung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages, wonach sich die Ausgleichszahlung aus einem festen Bruttobetrag von € 3,94 je Aktie abzüglich von INTERSEROH hierauf zu entrichtender Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für die Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz ergibt, beurteile ich als angemessen vor dem Hintergrund der BGH-Entscheidung – II ZB 17/01 vom 21. Juli 2003.“

Düsseldorf, den 30. März 2011

gez. Michael Wahlscheidt
- Wirtschaftsprüfer -

ANLAGEN

82 O 47/10



Landgericht Köln

Beschluss

In dem Verfahren

1.
der Isabell Finance Vermögensverwaltungs GmbH & Co. KG
mit Sitz in Berlin,

2.
der Interseroh SE, Stollwerckstr. 9 a, 51149 Köln,

Antragsteller,

Verfahrensbevollmächtigte: Rechtsanwälte Linklaters LLP,
Königsallee 49 - 51, 40212 Düsseldorf,

hat die 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Lauber
am 30.12.2010

b e s c h l o s s e n :

Auf den gemeinsamen Antrag der Antragsteller wird als
Vertragsprüfer gemäß § 293c Abs. 1 S. 1 AktG ausgewählt
und bestellt:

Michael Wahlscheidt
Partner, Mitglied des Vorstandes
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater
Rölfs WP Partner AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Grafenberger Allee 159
D-40237 Düsseldorf
Tel.: +49-(0)-2 11-69 01-245
Fax.:+49-(0)-2 11-69 01-301
E-Mail: michael.wahlscheidt@roelfspartner.de

Gegenstandswert: 5000,00 €.

Gründe:

Die Interseroh SE ist eine börsennotierte Europäische Gesellschaft mit Sitz in Köln. Das Grundkapital der Interseroh SE beträgt EUR 25.584.000,00 und ist eingeteilt in 9.840.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von jeweils EUR 2,60. Die Isabell KG hält knapp über 75 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der Interseroh SE. Die Geschäftsführung der Isabell KG und der Vorstand der Interseroh SE beabsichtigen den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.

Die Hauptversammlung der Interseroh SE, die um Zustimmung zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gebeten werden soll, wird voraussichtlich am 17. Mai 2011 stattfinden. Die Gesellschafterversammlung der Isabell KG soll dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ebenfalls um dieses Datum herum zustimmen.

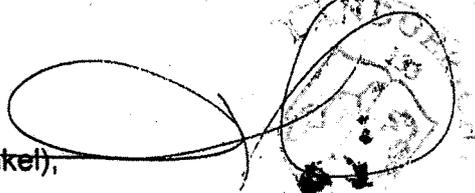
Der Beherrschungsvertrag ist gemäß § 293b Abs. 1 AktG durch einen sachverständigen Prüfer („Vertragsprüfer“) zu prüfen. Dieser ist auf Antrag der Geschäftsleitungen der vertragsschließenden Gesellschaften vom zuständigen Gericht auszuwählen und zu bestellen.

Im Rahmen des bestehenden Ermessens wählt und bestellt das Gericht den Wirtschaftsprüfer Michael Wahlscheidt, Rölfs WP Partner AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf. Der ausgewählte und bestellte Wirtschaftsprüfer ist der Kammer als äußerst fachkundiger und zuverlässiger Prüfer bekannt. Zudem war Herr Wahlscheidt bereits bei der Umwandlung der damaligen Interseroh AG zur Verwertung von Sekundärstoffen, Köln, in eine europäische Gesellschaft als sachverständiger Prüfer tätig.

Herr Wirtschaftsprüfer Wahlscheidt hat auf Nachfrage erklärt, dass er die Voraussetzungen für die Bestellung zum Vertragsprüfer gemäß § 293d Abs. 1 AktG erfüllt und einer Bestellung in der vorgenannten Angelegenheit keine Hinderungsgründe im Sinne von §§ 319 Abs. 1 bis 4, 319a Abs. 1, § 319b Abs. 1 HGB entgegen stehen. Darüber hinaus ist erklärt worden, dass in den letzten fünf Jahren weder Herr Wahlscheidt noch die Rölfs WP Partner AG den Jahres- oder Konzernabschluss der Isabell Finance Vermögensverwaltungs GmbH & Co.KG, Berlin, oder der Interseroh SE, Köln, geprüft oder sonstige Auftragsbeziehungen unterhalten haben.

Lauber

Ausgefertigt

(Krawinkel), 

Justizbeschäftigte

als Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

- "Vertrag" -

zwischen

ALBA Group plc & Co. KG, Berlin

- "ALBA Group KG" -

und

INTERSEROH SE, Köln

- "INTERSEROH" -

1 Leitung

- 1.1 INTERSEROH unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft der ALBA Group KG. ALBA Group KG ist demgemäß berechtigt, dem Vorstand von INTERSEROH hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft Weisungen zu erteilen. ALBA Group KG kann dem Vorstand von INTERSEROH nicht die Weisung erteilen, diesen Vertrag zu ändern, aufrechtzuerhalten oder zu beenden.
- 1.2 Der Vorstand von INTERSEROH ist nach Maßgabe von Ziffer 1.1 und in Übereinstimmung mit § 308 AktG verpflichtet, die Weisungen von ALBA Group KG zu befolgen. Dem Vorstand von INTERSEROH obliegt im Übrigen weiterhin die Geschäftsführung und Vertretung von INTERSEROH.
- 1.3 Weisungen bedürfen der Schriftform.

2 Informationsrechte und Jahresabschluss

- 2.1 ALBA Group KG ist im Rahmen des rechtlich Zulässigen berechtigt, zu den üblichen Geschäftszeiten die Bücher und sonstigen Geschäftsunterlagen von INTERSEROH einzusehen. Der Vorstand von INTERSEROH ist verpflichtet, ALBA Group KG auf Verlangen, sobald vernünftigerweise und soweit ohne Verletzung der ihm obliegenden Pflichten möglich, Informationen über die rechtlichen, wirtschaftlichen und operativen Verhältnisse von INTERSEROH zur Verfügung zu stellen.
- 2.2 Der Jahresabschluss von INTERSEROH ist vor dessen Feststellung ALBA Group KG auf Verlangen zum Zwecke der Information, Prüfung und Koordinierung zur Verfügung zu stellen.

3 Gewinnabführung

- 3.1 Die INTERSEROH verpflichtet sich, ihren ganzen nach Maßgabe der handelsrechtlichen Vorschriften und unter Beachtung der §§ 300 Nr. 1, 301 AktG ermittelten Gewinn an die ALBA Group KG abzuführen. Abzuführen ist – vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rücklagen nach Ziffer 3.2 – der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr, um den Betrag, der in die gesetzliche Rücklage einzustellen ist, und den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperren Betrag.

- 3.2 Die INTERSEROH kann mit Zustimmung der ALBA Group KG Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, sofern dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist. Sind während der Dauer dieses Vertrags Beträge in andere Gewinnrücklagen eingestellt worden, so sind auf Verlangen der ALBA Group KG diese Beträge den anderen Gewinnrücklagen ganz oder teilweise zu entnehmen und zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags zu verwenden oder als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen und ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn dieses Vertrags stammt, dürfen weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden.
- 3.3 Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals für den ganzen Gewinn des Geschäftsjahrs, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 7.2 wirksam wird. Der Anspruch auf Abführung des Gewinns wird jeweils am Tag nach Feststellung des entsprechenden Jahresabschlusses der INTERSEROH fällig und ist ab Fälligkeit mit einem Zinssatz von 5 % p.a. zu verzinsen.

4 Verlustübernahme

- 4.1 ALBA Group KG ist verpflichtet, jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrag von INTERSEROH gemäß den Vorschriften des § 302 AktG auszugleichen, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen gemäß § 272 Abs. 3 HGB Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.
- 4.2 Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmals für das Geschäftsjahr von INTERSEROH, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 7.2 wirksam wird.
- 4.3 Der Anspruch auf Verlustübernahme wird mit Ablauf des letzten Tages desjenigen Geschäftsjahres von INTERSEROH fällig, auf das sich der Anspruch bezieht und ist ab Fälligkeit mit einem Zinssatz von 5 % p.a. zu verzinsen. Der Anspruch verjährt gemäß der gesetzlichen Vorgabe des § 302 Abs. 4 AktG.

5 Angemessener Ausgleich

- 5.1 ALBA Group KG garantiert den außen stehenden Aktionären von INTERSEROH (die „**außen stehenden Aktionäre**“) für die Dauer dieses Vertrags als angemessenen Ausgleich die Zahlung einer wiederkehrenden Geldleistung (die „**Ausgleichszahlung**“). Die Ausgleichs-

zahlung beträgt EUR 3,94 je Stückaktie von INTERSEROH („**Interse-
roh-Aktie**“) für jedes volle Geschäftsjahr abzüglich von INTERSEROH
hierauf zu entrichtender Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag
nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr
geltenden Satz. Der Abzug ist nur auf den in dem Bruttobetrag enthal-
tenen anteiligen Ausgleich von EUR 3,80 je Interseroh-Aktie aus mit
deutscher Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag belasteten
Gewinnen zu berechnen. Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des
Vertragsschlusses gelangen auf den anteiligen Ausgleich von EUR
3,80 je Interseroh-Aktie aus mit deutscher Körperschaftsteuer belaste-
ten Gewinnen 15 % Körperschaftsteuer nebst 5,5 % Solidaritätszu-
schlag, das sind EUR 0,69, zum Abzug. Zusammen mit dem übrigen
anteiligen Ausgleich in Höhe von EUR 0,14 je Interseroh-Aktie aus
nicht mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinnen ergibt
sich daraus nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertrags-
schlusses eine Ausgleichszahlung in Höhe von insgesamt EUR 3,25
je Interseroh-Aktie für ein volles Geschäftsjahr.

- 5.2 Die Ausgleichszahlung ist jeweils am ersten Bankarbeitstag nach der ordentlichen Hauptversammlung der INTERSEROH für das jeweilige abgelaufene Geschäftsjahr fällig.
- 5.3 Die Ausgleichszahlung wird erstmals für das Geschäftsjahr gewährt, in dem dieser Vertrag nach Ziffer 7.2 wirksam wird. Falls dieser Vertrag während eines Geschäftsjahrs von INTERSEROH endet oder INTERSEROH während der Dauer des Vertrags ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich die Ausgleichszahlung zeitanteilig.
- 5.4 Falls das Grundkapital von INTERSEROH aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Ausgleichszahlung je Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Ausgleichs unverändert bleibt. Falls das Grundkapital von INTERSEROH durch Bar- oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 5 auch für die von außen stehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung.
- 5.5 Falls ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig einen höheren Ausgleich festsetzt, können die außen stehenden Aktionäre, auch wenn sie inzwischen abgefunden wurden, eine entsprechende Ergänzung des von ihnen bezogenen Ausgleichs verlangen. Ebenso werden alle übrigen außen stehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich ALBA Group KG gegenüber einem Aktionär von INTERSEROH in einem Vergleich zur

Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens nach dem Spruchverfahrensgesetz zu einem höheren Ausgleich verpflichtet.

6 Abfindung

- 6.1** ALBA Group KG verpflichtet sich, auf Verlangen eines außen stehenden Aktionärs von INTERSEROH dessen Interseroh-Aktien gegen eine Barabfindung von EUR 46,38 je Interseroh-Aktie (die „**Barabfindung**“) zu erwerben. Die Veräußerung der Interseroh-Aktien ist für die Aktionäre der INTERSEROH kostenfrei.
- 6.2** Die Verpflichtung von ALBA Group KG zum Erwerb der Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monaten nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister von INTERSEROH nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG bleibt unberührt.
- 6.3** Falls bis zum Ablauf der in Ziffer 6.2 bestimmten Frist das Grundkapital von INTERSEROH aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Barabfindung je Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Barabfindung gleich bleibt. Falls bis zum Ablauf dieser Frist das Grundkapital von INTERSEROH durch Bar- oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus dieser Ziffer 6 auch für die von außen stehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung.
- 6.4** Falls ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz eingeleitet wird und das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der Barabfindung verlangen. Ebenso werden alle übrigen außen stehenden Aktionäre gleichgestellt, wenn sich ALBA Group KG gegenüber einem Aktionär von INTERSEROH in einem Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens nach dem Spruchverfahrensgesetz zu einer höheren Barabfindung verpflichtet.

7 Wirksamwerden und Dauer

- 7.1** Der Vertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung von INTERSEROH und der Zustimmung der Gesellschafterversammlung von ALBA Group KG.
- 7.2** Der Vertrag wird mit seiner Eintragung in das Handelsregister des Sitzes von INTERSEROH wirksam und gilt - mit Ausnahme des Weisungsrechts gemäß vorstehender Ziffer 1 - rückwirkend seit dem Beginn des Geschäftsjahres von INTERSEROH, in welchem der Vertrag

in das Handelsregister des Sitzes von INTERSEROH eingetragen wird.

- 7.3 Dieser Vertrag kann schriftlich mit einer Frist von sechs Monaten zum Ende eines INTERSEROH-Geschäftsjahres gekündigt werden. Er kann erstmals mit Wirkung zum Ablauf des Geschäftsjahres der INTERSEROH gekündigt werden, das mindestens fünf Zeitjahre nach dem Beginn des Geschäftsjahres endet, in dem er nach Ziffer 7.2 wirksam wird.
- 7.4 Das Recht jeder Partei zur schriftlichen Kündigung dieses Vertrags aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist bleibt unberührt. ALBA Group KG und INTERSEROH sind insbesondere zur Kündigung dieses Vertrags aus wichtigem Grund berechtigt, wenn ALBA Group KG und mit ALBA Group KG i.S.d. § 15 AktG verbundene Unternehmen nicht mehr die Mehrheit der Stimmrechte aus Anteilen an INTERSEROH halten oder ALBA Group KG bzw. mit ALBA Group KG i.S.d. § 15 AktG verbundene Unternehmen sich zur Abgabe der Mehrheit der Stimmrechte aus Anteilen an INTERSEROH verpflichtet haben. Die Kündigung kann fristlos auf einen beliebigen Zeitpunkt zwischen der Eingehung dieser Verpflichtung und der Abgabe der Mehrheit der Stimmrechte aus den Anteilen an INTERSEROH oder zum Ende des bei Eingehung der Abgabeverpflichtung oder bei Abgabe laufenden Geschäftsjahres der INTERSEROH erfolgen.

8 Salvatorische Klausel, Verweisungen

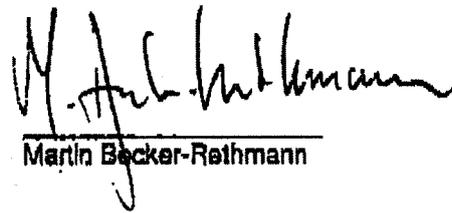
- 8.1 Sollte eine Bestimmung dieses Vertrags oder eine künftig in ihn aufgenommene Bestimmung ganz oder teilweise unwirksam oder undurchführbar sein oder werden oder sollte sich in diesem Vertrag eine Lücke befinden, so soll hierdurch die Gültigkeit der übrigen Bestimmungen nicht berührt werden. Die Vertragsparteien verpflichten sich, anstelle der unwirksamen oder unanwendbaren Bestimmung oder zur Ausfüllung der Lücke eine angemessene Regelung mit Wirkung von Anbeginn der Unwirksamkeit, Unanwendbarkeit oder Lückenhaftigkeit zu vereinbaren, die im Rahmen des rechtlich Zulässigen dem am nächsten kommt, was die Vertragsparteien gewollt haben oder nach dem Sinn und Zweck dieses Vertrags gewollt hätten, sofern sie den Punkt bedacht hätten.
- 8.2 Soweit dieser Vertrag auf gesetzliche Bestimmungen verweist, bezieht sich die Verweisung auf die jeweils gültige Fassung der in Bezug genommenen Norm.

28. März 2011

ALBA Group KG



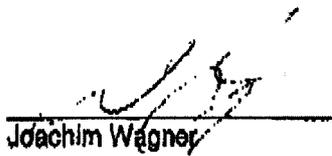
Hermann Holstein



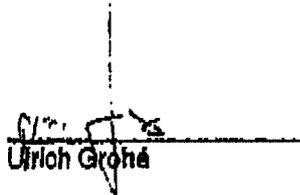
Martin Becker-Rethmann

28. März 2011

INTERSEROH SE



Joachim Wagner



Ulrich Grohe

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2002

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrages

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

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

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

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

3. Aufklärungspflicht des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Schutz des geistigen Eigentums des Wirtschaftsprüfers

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

7. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

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

8. Mängelbeseitigung

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

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

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

9. Haftung

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

(2) Haftung bei Fahrlässigkeit, Einzelner Schadensfall

Falls weder Abs. 1 eingreift noch eine Regelung im Einzelfall besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gem. § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt; dies gilt auch dann, wenn eine Haftung gegenüber einer anderen Person als dem Auftraggeber begründet sein sollte. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfaßt sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches 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 Prüfungen.

(3) Ausschußfristen

Ein Schadensersatzanspruch kann nur innerhalb einer Ausschußfrist von einem Jahr geltend gemacht werden, nachdem der Anspruchsberechtigte von dem Schaden und von dem anspruchsbegründenden Ereignis Kenntnis erlangt hat, spätestens aber innerhalb von 5 Jahren nach dem anspruchsbegründenden Ereignis. Der Anspruch erlischt, wenn nicht innerhalb einer Frist von sechs Monaten seit der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde.

Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt. Die Sätze 1 bis 3 gelten auch bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen mit gesetzlicher Haftungsbeschränkung.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

- 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
- Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

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

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

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

- die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z. B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrsteuer, Grunderwerbsteuer,
- die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen und
- die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlung, Verschmelzung, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen.

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

12. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

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

13. Annahmeverzug und unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers

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

14. Vergütung

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

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

15. Aufbewahrung und Herausgabe von Unterlagen

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

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

16. Anzuwendendes Recht

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