

Hamburg, 30. Juni 2007  
- 17486/H -

# Gutachten

---

zum

**Wert des von der Zechbau Holding GmbH,  
Bremen, gehaltenen Geschäftsanteils**

an der

**PHOENIX Holding GmbH,  
Frankfurt am Main,**

zum

30. Juni 2007

## Inhaltsverzeichnis

	<b>Seite</b>
A. Auftrag und Auftragsdurchführung .....	1
B. Rechtliche und wirtschaftliche Verhältnisse .....	3
I.    Rechtliche Verhältnisse.....	3
II.   Wirtschaftliche Verhältnisse .....	4
III.  Geschäftsmodell .....	5
C. Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden .....	8
I.    Methodische Vorbemerkungen .....	8
1.  Vorbemerkungen.....	8
2.  Das Ertragswertverfahren .....	8
3.  Der Substanzwert.....	10
4.  Der Liquidationswert .....	10
5.  Der Börsenwert.....	11
II.   Bewertungsannahmen und Vorgehen bei der Bewertung .....	11
III.  Ableitung der erwarteten Nettoausschüttungen.....	13
1.  Planungsrechnung .....	13
2.  Ableitung der Ergebnisse für den Zeitraum 2010 bis 2012 .....	13
3.  Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses.....	15
D. Kapitalisierungszinssatz.....	18
I.    Das Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	18
II.   Ermittlung des risikofreien Zinssatzes und der Markttrendite.....	18
III.  Ermittlung des systematischen Risikos .....	19
IV.   Wachstumsabschlag.....	22
V.    Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes.....	24
E. Ermittlung des Unternehmenswerts .....	25
F. Alternativberechnung unter Berücksichtigung der in Umsetzung befindlichen Unternehmenssteuerreform .....	26
G. Schlussbemerkung .....	29



## Anlagen

### Anlage

Abkürzungsverzeichnis.....	1
Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002 .....	2

## Abkürzungsverzeichnis

DIH	DIH Immobilien Holding AG
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
Kernpersonal	Dr. Frank Lebsanft, Oliver Orthey und Thomas Schmid
Lebsanft Vermögensverwaltung	Lebsanft Vermögensverwaltungs-GmbH
Orthey Vermögensverwaltung	Orthey Vermögensverwaltungs-GmbH
PHOENIX	PHOENIX Holding GmbH
RED	PHOENIX Real Estate Development GmbH
Schmid Vermögensverwaltung	Schmid Vermögensverwaltungs-GmbH
Zechbau	Zechbau Holding GmbH

## A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Wir sind von der DIH Immobilien Holding AG, Delmenhorst, (im Folgenden „DIH“) mit Schreiben vom 31. Mai 2007 beauftragt worden, eine Bewertung des von der Zechbau Holding GmbH, Bremen, (im Folgenden „Zechbau“) gehaltenen Geschäftsanteils in Höhe von 50% des Stammkapitals der PHOENIX Holding GmbH, Frankfurt am Main, (im Folgenden „PHOENIX“ oder „Gesellschaft“) vorzunehmen. Anlass der Bewertung ist die geplante Einbringung des Geschäftsanteils im Wege einer Erhöhung des Grundkapitals der DIH durch Sacheinlage.

Entsprechend den Grundsätzen des Standards IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 18. Oktober 2005 haben wir die vorliegende Bewertung auf Basis der Ertragswertmethode durchgeführt. Nach dieser Methode ergibt sich der Wert eines Unternehmens als Barwert aller auf den Bewertungsstichtag abgezinsten zukünftigen ausschüttungsfähigen Überschüsse.

Der von uns ermittelte Wert wurde unter Berücksichtigung der Vorgaben des Standards IDW RS HFA 10 „Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses“ abgeleitet, da das Bewertungsergebnis nach IDW RS HFA 10 zur Beurteilung der Werthaltigkeit der beabsichtigten Sacheinlage aus Sicht des aufnehmenden Unternehmens maßgeblich ist. Die Anwendung führt insbesondere dazu, dass im Bewertungskalkül persönliche Steuern der Anteilseigner weder auf Erträge aus der Gesellschaft noch aus der Alternativanlage berücksichtigt werden.

Als Bewertungsstichtag haben wir den 30. Juni 2007 zugrunde gelegt.

Für die Erstellung unseres Gutachtens haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Geprüfte Jahresabschlüsse der PHOENIX zum 31. Dezember 2004, 2005 und 2006
- Satzung der PHOENIX vom 13. Juni 2007
- Rahmenvereinbarung zwischen den Gesellschaftern der PHOENIX vom 22. April 2003 und Nachtrag zur Rahmenvereinbarung vom 15. Juni 2007
- Geprüfte Jahresabschlüsse und der Tochtergesellschaften der PHOENIX zum 31. Dezember 2004, 2005, 2006

- Geschäftsbesorgungsverträge zwischen Tochtergesellschaften der PHOENIX und der PHOENIX Real Estate Development GmbH
- Diverse Kauf-, Miet- sowie Maklerverträge
- diverse Planbilanzen und Plangewinn- und Verlustrechnungen
- Unternehmenswertgutachten der Hansberatung GmbH für den 50%-Anteil der Zechbau zum 30. September 2006

Ergänzende Auskünfte wurden uns bereitwillig von der Geschäftsführung der PHOENIX und den von ihr beauftragten Mitarbeitern erteilt. Die Geschäftsführer haben uns gegenüber eine Vollständigkeitserklärung abgegeben mit dem Inhalt, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung des Gutachtens von Bedeutung sind, richtig und vollständig gemacht worden sind.

Die für die Erstellung des Gutachtens notwendigen Arbeiten und Untersuchungen haben wir im Mai und Juni 2007 in den Geschäftsräumen der Gesellschaft sowie in unserem Büro in Hamburg durchgeführt. Die Analysen und Berechnungen haben wir, soweit sie nicht in diesem Gutachten dargestellt sind, in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Auf eine Darstellung der derzeit von der PHOENIX betreuten Projekte haben wir aus Vertraulichkeitsgründen verzichtet.

Dem Auftrag liegen die als Anlage 2 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2002 zugrunde. Die Höhe unserer Haftung ist abweichend von Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen auf € 5 Mio. beschränkt. Im Verhältnis zu Dritten sind ebenfalls die Allgemeinen Auftragsbedingungen sowie die diese ergänzenden Vereinbarungen maßgebend.

## B. Rechtliche und wirtschaftliche Verhältnisse

### I. Rechtliche Verhältnisse

Die PHOENIX wurde am 22. April 2003 gegründet. Das gezeichnete Kapital von T€ 70 ist vollständig eingezahlt und wie nachstehend dargestellt auf die einzelnen Gesellschafter verteilt:

	in T€	in %
Zechbau Holding GmbH, Bremen	35,0	50%
Lebsanft Vermögensverwaltungs-GmbH, Kelkheim	17,5	25%
Orthey Vermögensverwaltungs-GmbH, Karlsruhe-Grötzingen	10,5	15%
Schmid Vermögensverwaltungs-GmbH, Nürtingen-Oberensingen	7,0	10%
	<u>70,0</u>	<u>100%</u>

Die jeweils alleinvertretungsberechtigten Geschäftsführer der PHOENIX sind Herr Kurt Zech und Herr Dr. Frank Lebsanft.

## II. Wirtschaftliche Verhältnisse

Die Vermögenslage der PHOENIX wird im Wesentlichen durch die verbundenen Unternehmen (Projektgesellschaften) geprägt. Sie stellt sich in der Vergangenheit wie folgt dar:

PHOENIX Holding GmbH	I S T		
	2004 T€	2005 T€	2006 T€
<b>Aktiva</b>			
Finanzanlagen	50	94	145
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	4.491	1.122	637
Sonstige Vermögensgegenstände und Rechnungsabgrenzungsposten	0	4	75
Flüssige Mittel	0	303	463
<b>Summe Aktiva</b>	<b>4.541</b>	<b>1.521</b>	<b>1.321</b>
<b>Passiva</b>			
Gezeichnetes Kapital / Rücklagen	100	100	100
Bilanzgewinn	-44	390	191
Rückstellungen	5	1.006	1.005
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und sonstige Verbindlichkeiten	5	0	0
Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	4.474	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2	0	6
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	0	25	19
<b>Summe Passiva</b>	<b>4.541</b>	<b>1.521</b>	<b>1.321</b>

Die Finanzanlagen setzen sich aus den Anteilen an den verbundenen Unternehmen zusammen. Die Entwicklung resultiert aus dem Zugang neuer und dem Verkauf einzelner Projektgesellschaften. Gegenüber den Projektgesellschaften bestehen Darlehen, die als Forderungen der Holding ausgewiesen werden.

Die Rückstellungen betreffen im Wesentlichen Maklerprovisionen im Zusammenhang mit dem Verkauf eines Geschäftsanteils, die bereits geschuldet sind, jedoch noch nicht fällig gestellt wurden.

Die korrespondierende Ertragslage der Gesellschaft stellt sich wie folgt dar:

PHOENIX Holding GmbH	I S T					
	2004		2005		2006	
	T€	%	T€	%	T€	%
Umsatzerlöse	0	0,0	80	2,2	51	0,8
Sonstige betriebliche Erträge	60	100,0	3.494	97,8	6.318	99,2
<b>Erträge aus betrieblicher Leistung</b>	<b>60</b>	<b>100,0</b>	<b>3.574</b>	<b>100,0</b>	<b>6.369</b>	<b>100,0</b>
Materialaufwand	0	0,0	79	2,2	50	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	98	162,9	1.081	30,2	600	9,4
<b>EBIT</b>	<b>-38</b>	<b>-62,9</b>	<b>2.414</b>	<b>67,6</b>	<b>5.719</b>	<b>89,8</b>
Zinsergebnis	5	8,8	20	0,6	81	1,3
<b>Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-32</b>	<b>-54,0</b>	<b>2.435</b>	<b>68,1</b>	<b>5.800</b>	<b>91,1</b>
Ertragsteuern	0	0,0	0	0,0	0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-32</b>	<b>-54,0</b>	<b>2.435</b>	<b>68,1</b>	<b>5.800</b>	<b>91,1</b>

Der stark schwankende Jahresüberschuss erklärt sich aus dem Projektgeschäft der Gesellschaft. Die Ertragslage wird primär durch den Zeitpunkt geprägt, wann Projekte abgeschlossen bzw. die entsprechenden Projektgesellschaften veräußert werden und der Gewinn unter den sonstigen betrieblichen Erträgen verbucht wird.

Die positiven Ergebnisse in den Jahren 2005 und 2006 resultieren aus dem Verkauf von Anteilen an Projektgesellschaften. Auch die im Prüfungsbericht ausgewiesenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen stehen überwiegend im Zusammenhang mit diesen Beteiligungsverkäufen und setzen sich im Wesentlichen aus angefallenen Maklerprovisionen zusammen.

### III. Geschäftsmodell

Neue Projektentwicklungen werden von der PHOENIX über gesonderte Projektgesellschaften in der Rechtsform einer GmbH abgewickelt. Zu diesem Zweck hält die PHOENIX neben Projektgesellschaften, die bereits über ein Entwicklungsprojekt verfügen, in der Regel eine oder mehrere Vorratsgesellschaften. Alleinige Gesellschafterin der mit einem Grundkapital von T€ 25 ausgestatteten Projektgesellschaften ist die PHOENIX. Als Geschäftsführer der

Projektgesellschaften fungieren die Herren Lebsanft und Orthey, ohne dafür eine gesonderte Vergütung zu erhalten.

Die Projektgesellschaften beschäftigen wie die PHOENIX kein eigenes Personal. Die für die Umsetzung der Projektentwicklung notwendigen Arbeiten werden extern vergeben. In Bezug auf die Objektverwaltung, die Projektsteuerung und das Projektmanagement werden zwischen der Objektgesellschaft und der PHOENIX Real Estate Development GmbH, Frankfurt am Main, (im Folgenden „RED“) Geschäftsbesorgungsverträge zu marktüblichen Konditionen geschlossen. Danach übernimmt RED insbesondere die kaufmännische und technische Verwaltung der jeweiligen Liegenschaft sowie die Betreuung der Entwicklung, Bebauung und Vermietung. Für Ihre Leistungen erhält die RED von den Projektgesellschaften für die festgelegte Vertragsdauer jeweils feste monatliche Vergütungen.

RED selbst ist keine Tochtergesellschaft der PHOENIX. Am gezeichneten Kapital der RED in Höhe von T€ 25 sind die Zechbau mit 20%, die Lebsanft Vermögensverwaltungs-GmbH (im Folgenden „Lebsanft Vermögensverwaltung“) mit 40%, die Orthey Vermögensverwaltungs-GmbH (im Folgenden „Orthey Vermögensverwaltung“) mit 24% sowie die Schmid Vermögensverwaltungs-GmbH (im Folgenden „Schmid Vermögensverwaltung“) mit 16% beteiligt.

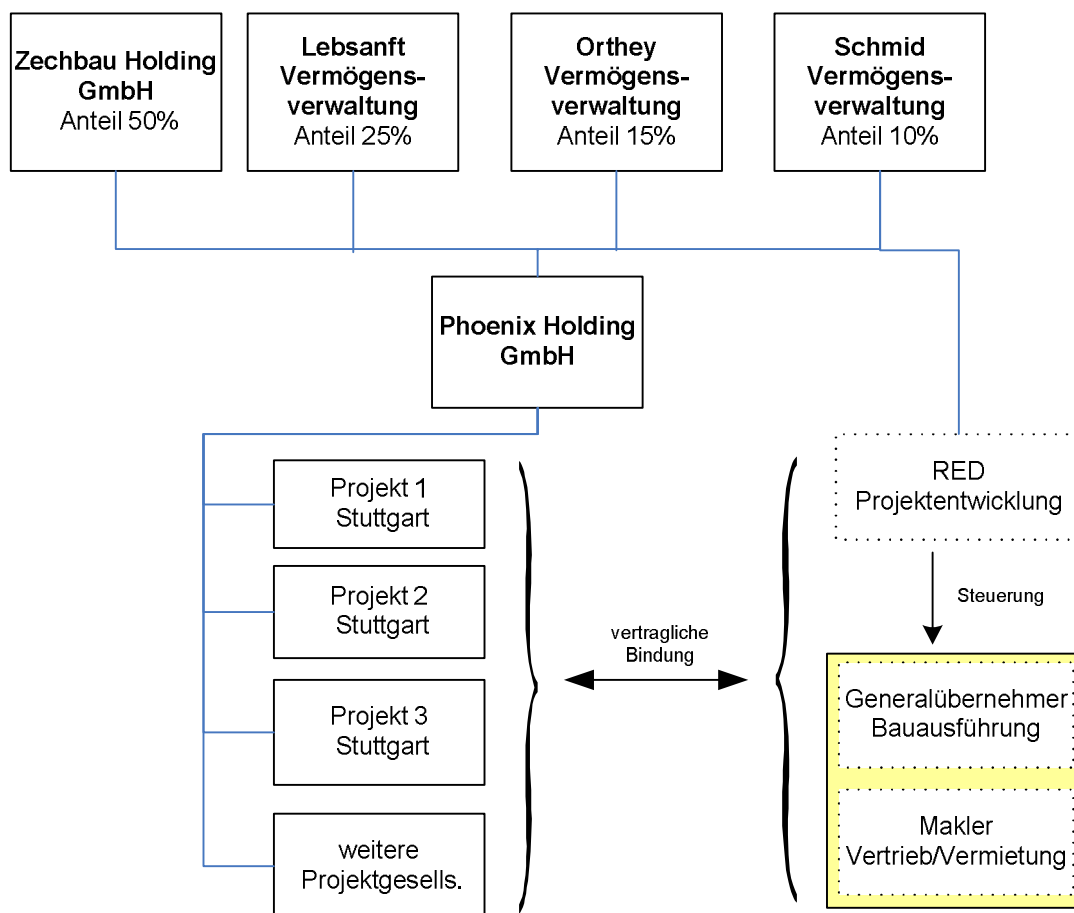
Das Know-how der RED im Bereich der Projektentwicklung wird im Wesentlichen durch die Geschäftsführer Dr. Frank Lebsanft und Oliver Orthey sowie den Prokuristen Thomas Schmid (im Folgenden auch als „Kernpersonal“ bezeichnet) abgebildet. Diese haben mit der RED Dienstverträge mit einer festen Vergütung abgeschlossen. Über ihre langjährigen Erfahrungen und Kontakte im Bereich der gewerblichen Projektentwicklung stellen sie den Schlüssel für die erfolgreiche Realisierung der betreuten Vorhaben dar. Dies gilt insbesondere für die Generierung der originären Projektidee, die Akquisition des zu bebauenden Grundstücks und die Beschaffung der Finanzierung.

Die Herren Lebsanft und Orthey sind laut entsprechender Regelungen im Gesellschaftsvertrag der PHOENIX für die Dauer ihrer Beteiligung an der PHOENIX verpflichtet, als Geschäftsführer der PHOENIX und/oder in anderer Form, zum Beispiel aufgrund eines Dienst-

vertrags für die RED, tätig zu sein. Eine vertragliche Verpflichtung der RED ausschließlich für die PHOENIX oder deren Tochtergesellschaften tätig zu werden, besteht jedoch nicht.

Der Geschäftsführung der PHOENIX bzw. ihrer Tochtergesellschaften obliegt aufgrund der vorstehend beschriebenen Strukturierung des Geschäftsmodells damit keine originäre Wertschöpfungsfunktion. Diese ist allein auf die RED beschränkt.

Die Struktur der Beziehungen zu den einzelnen Gesellschaften lässt sich wie folgt darstellen:



## **C. Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden**

### **I. Methodische Vorbemerkungen**

#### **1. Vorbemerkungen**

Der Wert eines Unternehmens wird nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre, im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer und in der Rechtsprechung im Allgemeinen als Barwert der erwarteten Nettozahlungsströme an die Anteilseigner eines Unternehmens einschließlich des Werts des gesondert zu bewertenden nicht betriebsnotwendigen Vermögens bestimmt. Sowohl Ertragswert- als auch Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren sind dieser zahlungsstromorientierten Methode der Unternehmensbewertung zuzurechnen.

Die in diesem Gutachten angewandten, auf zahlungsstromorientierten Verfahren beruhenden Grundsätze und Methoden gelten heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert. Sie haben ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer (im Folgenden „IDW“), insbesondere im Standard IDW S 1 gefunden und sind auch in der Rechtsprechung anerkannt. Nicht zahlungsstromorientierte Verfahren der Unternehmensbewertung sind gemäß IDW S 1 demnach nur in bestimmten, hier nicht oder nur in begrenztem Umfang relevanten Bewertungssituationen anzuwenden. Entsprechend haben wir die Bewertung der PHOENIX nach dem Ertragswertverfahren durchgeführt.

#### **2. Das Ertragswertverfahren**

Beim Ertragswertverfahren wird der Unternehmenswert als Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen ermittelt. Die Ausschüttung ist durch die erwarteten handelsrechtlichen Überschüsse determiniert, wobei sowohl die Finanzierbarkeit der Ausschüttungen als auch die Erhaltung der Ertrag bringenden Substanz als Nebenbedingungen beachtet werden müssen. Zur Ertragswertermittlung ist es damit erforderlich, eine Planungsrechnung bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Cashflow-Rechnung der Bewertung zugrunde zu legen.

Die in der Vergangenheit tatsächlich erzielten Ergebnisse geben einen ersten Plausibilitätsmaßstab für die Beurteilung der zukünftigen Ertragskraft. Um die Vergangenheitswerte den Planungen vergleichbar zu machen, werden sie im Allgemeinen um einmalige und außerordentliche Vorgänge, also um nicht nachhaltige Aufwendungen und Erträge, bereinigt.

Bei der Ermittlung des Werts des von der Zechbau gehaltenen Anteils an der PHOENIX ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.

Falls das Unternehmen auch über nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder Kapital verfügt, ist die Bewertung zu differenzieren. Bei der Ermittlung des Ertragswerts für den operativen Bereich des Unternehmens werden nur das betriebsnotwendige Vermögen und die betriebsnotwendigen Schulden berücksichtigt. Vermögensgegenstände und Kapitalbestandteile, die ohne Beeinträchtigung des operativen Ergebnisses einzeln übertragen oder übernommen werden können, werden außerhalb der Ertragsbewertung gesondert mit den entziehbaren Überschüssen aus der Einzelverwertung angesetzt und in den Gesamtunternehmenswert eingerechnet.

Die erwarteten Nettoausschüttungen werden mit einem geeigneten Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Die Ermittlung dieses Zinssatzes beruht auf der Betrachtung alternativer, mit dem Bewertungsobjekt vergleichbarer Anlagemöglichkeiten. Dabei ist darauf zu achten, dass die erwarteten Nettoausschüttungen aus dem Bewertungsobjekt zum Vergleichsobjekt insbesondere hinsichtlich ihrer Risikostruktur, ihrer zeitlichen Struktur sowie ihrer Fungibilität äquivalent sind.

In der Bewertungspraxis wird der Kapitalisierungszins üblicherweise aus den Komponenten Basiszins und Risikozuschlag abgeleitet. Der Basiszins, der das Zinsniveau am Kapitalmarkt, unabhängig von besonderen Risiken des Bewertungsobjekts abbildet, wird üblicherweise aus den Renditen risikoarmer Gläubigerpapiere der öffentlichen Hand abgeleitet.

Zur Sicherstellung der Risikoäquivalenz mit dem Bewertungsobjekt wird der Basiszins dann mittels eines Risikozuschlags angepasst. Der Risikozuschlag kann entweder auf Basis einer qualitativen Einschätzung der Risikostruktur des Bewertungsobjekts oder, soweit verfügbar, auf Basis von Kapitalmarktdaten nach dem so genannten Capital Asset Pricing Model (CAPM) abgeleitet werden. Ausgangspunkt für beide Verfahren ist die Renditedifferenz zwischen der Anlage in einem Aktienportfolio und der Anlage in risikoarmen Wertpapieren. Diese so genannte Überrendite bildet ein durchschnittlich ausgeprägtes unternehmerisches Risiko ab und wird, je nach Ergebnis der Analyse der spezifischen Risiken des Bewertungsobjekts, nach oben oder nach unten angepasst.

### **3. Der Substanzwert**

Die Bewertung der Unternehmenssubstanz unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum so genannten „Rekonstruktionswert“ des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und zu bewertenden immateriellen Werte (z.B. Kundenstamm, Wert der Organisation, Stellung im Markt) nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat nur in wenigen Ausnahmefällen einen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts eines fortzuführenden Unternehmens, z.B. wenn der Betrieb des Bewertungsobjekts für den Anteilseigner in der gegebenen Form aufgrund rechtlicher oder sachlicher Besonderheiten zwingend notwendig ist und daher der Unternehmensnachbau eine zur Fortführung des bestehenden Unternehmens entscheidungsrelevante Alternative darstellt. Aufgrund dieser eng begrenzten Relevanz des Substanzwerts ist dieser gemäß IDW S 1 vom Wirtschaftsprüfer nur zu ermitteln, sofern dies im Auftrag für das Bewertungsgutachten festgelegt ist. Im vorliegenden Fall sah unsere Beauftragung dies jedoch nicht vor.

### **4. Der Liquidationswert**

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung insgesamt als vorteilhafter, die einzelnen Vermögensgegenstände des Unternehmens gesondert zu verkaufen, so ist die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse, der Liquidationswert, zu berücksichtigen. Der Liquidationswert als Wertuntergrenze hat jedoch für die PHOENIX grundsätzlich keine Bedeutung, da aufgrund der weiterhin zu erwartenden positiven Ertragsentwicklung davon auszugehen ist, dass der Ertragswert den Liquidationswert übersteigt.

## 5. Der Börsenwert

Da die PHOENIX selbst nicht börsennotiert ist, erübrigt sich eine Berücksichtigung des Börsenwerts im vorliegenden Fall.

## II. Bewertungsannahmen und Vorgehen bei der Bewertung

Bewertungsobjekt sind die PHOENIX und ihre Tochtergesellschaften. Als Bewertungsstichtag wurde der 30. Juni 2007 festgesetzt. Für Bewertungszwecke sind wir von einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen.

Eine Planungsrechnung wird von der Gesellschaft aufgrund ihres Geschäftsmodells (Projektgeschäft) nicht erstellt. Da die von der PHOENIX erwarteten Ergebnisse bis zum Jahr 2009 maßgeblich von den derzeit betreuten Projekten abhängig sind, wurden uns hierzu umfangreiche Unterlagen zur Verfügung gestellt, aus denen wir die zu erwartenden Veräußerungserlöse abgeleitet haben. Die auf Ebene der PHOENIX anfallenden Verwaltungskosten haben wir aufgrund ihres geringen Einflusses auf den Unternehmenswert vereinfachend als Mittelwert der Jahre 2004 bis 2006 ermittelt.

Im Rahmen der Bewertung waren das Zinsergebnis sowie die Ertragsteuern neu zu berechnen. Die Ableitung des Zinsergebnisses basiert auf dem in unserem integrierten Bewertungsmodell ermittelten Finanzierungsbedarf. Die steuerlichen Verhältnisse der PHOENIX-Gruppe wurden bei der Ableitung des Unternehmenswerts gemäß den derzeit geltenden steuerlichen Regelungen berücksichtigt. Dabei sind wir der Empfehlung des FAUB (Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft) gefolgt, wonach die durch die geplante Unternehmenssteuerreform implizierten Änderungen des Steuerrechts erst für Bewertungsstichtage ab dem Tag der Zustimmung des Deutschen Bundesrats (voraussichtlicher Termin 6. Juli 2007) für die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte zu berücksichtigen sind. In der im Abschnitt F dargestellten Alternativberechnung haben wir ermittelt, welche Auswirkungen die Unternehmenssteuerreform, welche zum Zeitpunkt der Hauptversammlung voraussichtlich verabschiedet sein wird, auf den Wert des Anteils der Zechbau haben dürfte.

Da die Verteilung der aus Projektrealisierungen erzielten Ergebnisse teilweise von der Verteilung der Geschäftsanteile abweicht, haben wir ausschließlich die auf die Zechbau entfallenden Ergebnisanteile ermittelt. In Verbindung mit der im Juni 2007 vollzogenen Verlängerung der erstmaligen Kündigungsfrist auf den 31. Dezember 2012 wurde die Verteilung der Ergebnisse zwischen den Gesellschaftern neu geregelt. Danach gilt für alle Projekte, für die nicht explizit eine anderweitige Regelung getroffen wird, eine auf 30% verminderte Gewinnbeteiligung der Zechbau. Entsprechend werden die Gesellschafter Lebsanft Vermögensverwaltung, Orthey Vermögensverwaltung und Schmid Vermögensverwaltung an den realisierten Projekterfolgen zu 70% partizipieren. Wir haben dies bei Ableitung der auf die Zechbau entfallenden Ergebnisse für den Zeitraum 2010 bis 2012 entsprechend berücksichtigt.

Wir sind im Rahmen der Ableitung der Ausschüttungen davon ausgegangen, dass die handelsrechtlich erzielten Ergebnisse vollständig an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Basis dieser Prämisse ist die Ausschüttungspolitik der Jahre 2005 und 2006 sowie die in der Satzung der Gesellschaft festgehaltene Regelung, dass mindestens 80% des Jahresüberschusses auszuschütten sind. Darüber hinaus ist die Annahme einer Ergebnisthesaurierung im Fall einer Anwendung der IDW RS HFA 10 auch nicht sinnvoll, da das ökonomische Motiv ersparter typisierter Steuern fehlt.

Wir haben den Unternehmenswert der PHOENIX auf Basis der von uns abgeleiteten Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2007 bis 2012 und dem nachhaltigen Ergebnis ermittelt. Zur Ermittlung des Unternehmenswerts wurden die erwarteten Nettoausschüttungen auf den Bewertungsstichtag abgezinst.

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen war bei der Bewertung PHOENIX nicht zu berücksichtigen.

### **III. Ableitung der erwarteten Nettoausschüttungen**

#### **1. Planungsrechnung**

Von der Gesellschaft wurde uns keine detaillierte Planungsrechnung zur Verfügung gestellt. Nach Angaben der Gesellschaft sei es aufgrund der geringen Fixkosten und der damit verbundenen Flexibilität möglich, in Bezug auf die Projektauswahl eine Strategie des „Cherry Picking“ zu verfolgen. Im Gegensatz zu großen Projektentwicklern sei damit kein konstantes Aufkommen an Projekten notwendig. Vielmehr warte man auf passende Gelegenheiten und attraktive Projekte, die man bei Identifikation zu realisieren versuche. Dementsprechend wird auch keine detaillierte Planung verfasst.

Im Zeitraum 2005 bis 2009 wurden bzw. werden von der PHOENIX insgesamt fünf Projekte betreut. Diese werden über separate Projektentwicklungsgesellschaften abgewickelt. Aus diesen Projektentwicklungen erwartet die Gesellschaft ein Gesamtergebnis von T€ 42.734. Davon ist ein Betrag von T€ 8.362 bereits in den Jahren 2005 und 2006 realisiert worden, so dass für den Planungszeitraum 2007 bis 2009 ein Ergebnisbeitrag von T€ 34.372 zu berücksichtigen ist.

#### **2. Ableitung der Ergebnisse für den Zeitraum 2010 bis 2012**

Aus dem vorstehend genannten Gesamtergebnis von T€ 42.734 haben wir ein durchschnittliches Ergebnis je Projektrealisierung in Höhe von rd. T€ 8.547 ermittelt. Wir sind für den Zeitraum 2010 bis 2012 davon ausgegangen, dass dieses Durchschnittsergebnis ein sachgerechter Schätzer für die zu erwartenden Projektergebnisse ist und davon zukünftig 30% auf die Zechbau entfallen.

Eine detaillierte Planung der Kosten lag uns auf Ebene der Holding nicht vor. Die wesentlichen in der Vergangenheit angefallene Kostenposition der sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben wir in unserer Planung dahingehend angepasst, dass wir die mit dem Verkauf von Projektgesellschaften in Verbindung stehenden Maklerprovisionen bereits bei den Erlösen mindernd berücksichtigt haben. Bereinigt man auch für den Vergangenheitszeitraum 2004 bis 2006 die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um die Maklerprovisionen in Höhe

von T€ 1.000 in 2005 und T€ 577 in 2006, so ermittelt sich ein durchschnittlicher betrieblicher Aufwand in Höhe von T€ 67.

Da die Umsatzerlöse der Vergangenheit im Wesentlichen aus weiterberechneten administrativen Dienstleistungen der Zech Management GmbH, Bremen, resultieren und ihnen Materialaufwendungen in ähnlicher Höhe gegenüber stehen, wurden diese Positionen von uns in der Planung vernachlässigt.

Das Zinsergebnis in den Jahren 2008 bis 2010 resultiert im Wesentlichen aus den in 2007 erhaltenen Anzahlungen, die bei Projektende im Jahr 2009 zurückzuzahlen bzw. mit dem dann fälligen Kaufpreis zu verrechnen sind. In der Planung haben wir eine Verzinsung zu einem Zinssatz von 4,0% unterstellt. Dem steht in einem Fall eine Verzinsung auf Basis des Euribor gegenüber. Die Anzahlung für ein weiteres Projekt ist unverzinslich.

Die durch uns abgeleitete Planung der Gesellschaft stellt sich zusammengefasst wie folgt dar:

PHOENIX Holding GmbH	P L A N (angepasst)					
	2007 T€	2008 T€	2009 T€	2010 T€	2011 T€	2012 T€
Umsatzerlöse	0	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Erträge	18.631	1.662	14.080	8.547	8.547	8.547
<b>Erträge aus betrieblicher Leistung</b>	<b>18.631</b>	<b>1.662</b>	<b>14.080</b>	<b>8.547</b>	<b>8.547</b>	<b>8.547</b>
Materialaufwand	0	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	67	67	67	67	67	67
<b>EBIT</b>	<b>18.564</b>	<b>1.595</b>	<b>14.013</b>	<b>8.480</b>	<b>8.480</b>	<b>8.480</b>
Zinsergebnis	-84	30	98	4	4	4
<b>Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>18.480</b>	<b>1.625</b>	<b>14.111</b>	<b>8.484</b>	<b>8.484</b>	<b>8.484</b>
Ertragsteuern	319	19	301	149	149	149
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>18.161</b>	<b>1.606</b>	<b>13.811</b>	<b>8.335</b>	<b>8.335</b>	<b>8.335</b>

### **3. Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses**

Die Höhe des nachhaltig erzielbaren Ergebnisses der Gesellschaft hängt nach unserer Einschätzung maßgeblich von der Fortführung der Zusammenarbeit mit der RED ab. Bis zum Jahr 2012 ist diese gesichert. Über eine Fortführung der Geschäftsbeziehungen ab dem Jahr 2013 bestehen derzeit keine Vereinbarungen zwischen der PHOENIX und der RED. Die Tatsache, dass eine Verschiebung der ursprünglich vorgesehenen Kündigungsfrist von 2008 auf 2012 mit einer Änderung der Gewinnbeteiligung zugunsten des Kernpersonals verbunden war, ist aus unserer Sicht ein Indiz dafür, dass eine unveränderte Fortführung der Geschäftsbeziehung mit der RED nicht das einzige zu berücksichtigende Szenario ist. Vielmehr sind in die Betrachtungen zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses auch die Möglichkeit einer vollständigen Beendigung der Geschäftsbeziehungen sowie die Variante, dass weitere Verlängerungen der Kündigungsfristen seitens der PHOENIX nur über weitere Verminderungen der Gewinnbeteiligungen erreicht werden, einzubeziehen.

Für die Quantifizierung des nachhaltig auf die Zechbau entfallenden Ergebnisanteils wurden durch uns wie zuvor für die Ableitung der Ergebnisanteile 2010 bis 2012 zunächst die im Zeitraum 2004 bis 2009 realisierten bzw. erwarteten Projekterfolge herangezogen. Im Falle der Aufrechterhaltung der Zusammenarbeit mit der RED kann nach unserer Einschätzung davon ausgegangen werden, dass jährlich ein Projekt umgesetzt werden kann. In Bezug auf die Art der Ergebnisrealisierung unterstellen wir, dass es wie im Zeitraum 2004 bis 2009 möglich sein wird, die Projektgesellschaften weitgehend steuerneutral zu veräußern, so dass als Ausgangsbasis ein auf die Zechbau entfallender Erfolgsanteil von T€ 1.709 (20% von T€ 8.547) verbleibt. Wir gehen hierbei davon aus, dass die Zechbau dem Kernpersonal eine weitere Verminderung ihres eigenen Ergebnisanteils als Anreiz anbieten muss, um eine Ausübung der Kündigungsklauseln zu vermeiden bzw. eine vertragliche Verschiebung um 5-Jahres-Perioden zu erreichen. Dabei haben wir folgende Staffelung berücksichtigt:

Jahr	Ergebnisanteil Zechbau	Ergebnis 100% T€	Ergebnisanteil Zechbau T€	Zins	Barwert zum 31.12.2012 T€
2013	<b>20,0%</b>	8.547	1.709	8,26%	1.579
2014	20,0%	8.632	1.726	8,26%	1.473
2015	20,0%	8.719	1.744	8,26%	1.374
2016	20,0%	8.806	1.761	8,26%	1.282
2017	20,0%	8.894	1.779	8,26%	1.196
2018	<b>15,0%</b>	8.983	1.347	8,26%	837
2019	15,0%	9.073	1.361	8,26%	781
2020	15,0%	9.163	1.374	8,26%	728
2021	15,0%	9.255	1.388	8,26%	680
2022	15,0%	9.348	1.402	8,26%	634
2023	<b>10,0%</b>	9.441	944	8,26%	394
2024	10,0%	9.535	954	8,26%	368
2025	10,0%	9.631	963	8,26%	343
2026	10,0%	9.727	973	8,26%	320
2027	10,0%	9.824	982	8,26%	299
2028 ff.	<b>5,0%</b>	9.923	496	7,26%	2.078
<b>Summe</b>					<b>14.367</b>
<b>ewige Rente</b>					<b>1.043</b>

Aus Sicht des Kernpersonals dürfte die Verpflichtung der Zechbau, der PHOENIX und deren Tochtergesellschaften Darlehen und Bürgschaften in einer Gesamthöhe von € 10,0 Mio. zur Verfügung zu stellen, ein wesentlicher Aspekt für die Fortführung der Geschäftsbeziehung sein, da hierdurch die vorstehend dargestellten Renditeerwartungen durch einen vergleichsweise geringen Eigenkapitalanteil realisiert werden können.

Sofern, wie in der vorstehenden Tabelle dargestellt, ein rückläufiger Ergebnisanteil der Zechbau berücksichtigt wird, kann nach unserer Einschätzung auch nach Erreichen des Rentenalters des Kernpersonals im Jahr 2027 mit einem fortgeführten Geschäft gerechnet werden, da die sukzessive Weitergabe von Geschäfts-Know-how an eine nachfolgende Geschäftsführung aus Sicht der Herren Lebsanft, Orthey und Schmid den Wert der von Ihnen gehaltenen Geschäftsanteile nachhaltig konserviert.

Sofern die in der vorstehenden Tabelle dargestellten Beträge kapitalisiert und in ein nachhaltiges Ergebnis umgewandelt werden, ergibt sich ein wertmäßig äquivalenter Ergebnisbeitrag von T€ 1.043. Um dem alternativ zu untersuchenden Aspekt, dass die für den Zeitraum 2009

bis 2012 vereinbarte Ergebnisaufteilung unverändert fortgeschrieben werden soll, Rechnung zu tragen, ließe sich dieser Betrag unter Berücksichtigung einer Eintrittswahrscheinlichkeit von rd. 40% ermitteln. Das nachhaltige Ergebnis würde demnach mit einer Wahrscheinlichkeit von 60% Null betragen und mit einer Wahrscheinlichkeit von 40% dem Ergebnis der Jahre 2010 bis 2012 entsprechen.

Zur Ableitung der nachhaltigen Ausschüttungen haben wir den auf die Zechbau entfallenden Ergebnisanteil von T€ 1.043 noch um anteilige Kosten auf der Ebene der Holding gekürzt. Es ergibt sich ein nachhaltiges zu kapitalisierendes Ergebnis in Höhe von T€ 979.

## D. Kapitalisierungszinssatz

Der verwendete Kapitalisierungszinssatz spiegelt die Rendite aus einer laufzeit- und risiko-äquivalenten Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen und wurde entsprechend dem IDW S 1 unter Verwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM) abgeleitet. Nach dem CAPM entsprechen die Opportunitätskosten von Eigenkapitaltiteln der Rendite risikofreier Wertpapiere zuzüglich einer Risikoprämie.

### I. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Die Risikoprämie ergibt sich aus dem Produkt der Überrendite des Marktportefeuilles risikobehafteter Anlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere und dem systematischen Risiko des Eigenkapitaltitels, repräsentiert durch den Beta-Faktor.

Die Rendite nach Steuern wird im Rahmen des CAPM wie folgt ermittelt:

$$E(R_i) = R_F + b_i [k_m - R_F]$$

$E(R_i)$	Erwartete Rendite des Eigenkapitaltitels
$R_F$	Basiszinssatz
$b_i$	Beta-Faktor der risikoäquivalenten Alternativanlage
$k_m$	Erwartete Markttrendite

### II. Ermittlung des risikofreien Zinssatzes und der Markttrendite

Die Bemessung des **risikofreien Zinssatzes** orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Bei der Festlegung des Basiszinssatzes ist zu berücksichtigen, dass die Geldanlage im zu

bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen ist, so dass der Basiszinssatz ein fristadäquater Zinssatz sein muss (Laufzeitäquivalenz).

Hierfür hat das IDW eine Methode vorgeschlagen (Empfehlung des FAUB vom 20. Oktober 2005), die der Bestimmung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt wurde. Nach dieser Methode ergibt sich für den Basiszins zum Bewertungsstichtag ein rechnerischer Wert von 4,75%.

Der IDW-Methode liegt eine differenzierte Schätzung der Zinsstrukturkurve zugrunde, die die Deutsche Bundesbank regelmäßig veröffentlicht. Für diese Schätzung wird eine Annahme über den funktionalen Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Restlaufzeiten der Anlagen getroffen. Die Funktion wird mit sechs Parametern beschrieben und von der Bundesbank regelmäßig aus den aktuellen Kapitalmarktdaten abgeleitet. Mit ihr ist es möglich, die Zinsstruktur auch über den Zeitraum der Laufzeiten von gehandelten Anleihen hinaus zu schätzen. Die Schätzung beinhaltet die jeweils aktuellen Markterwartungen und kann somit als beste Näherung einer erwarteten Zinsstruktur angesehen werden.

Da die geschätzten langfristigen Zinsentwicklungen jeweils in kurzen Abständen auch stark schwanken können, hat das IDW vorgeschlagen, über einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag Mittelwerte für die einzelnen Schätzparameter zu ermitteln. Der so ermittelte Basiszins vermindert die den Bundesbankschätzungen innewohnende Volatilität. Nach den Vorschlägen des IDW ist der rechnerisch abgeleitete Wert auf den Viertelprozentpunkt zu runden.

### III. Ermittlung des systematischen Risikos

Die Berechnung der **Marktrisikoprämie** erfolgt durch Bildung der Renditedifferenz zwischen Anlagen in Unternehmensanteilen (Aktien) und risikolosen Anlagen. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Nach einer Untersuchung von Stehle (2004), welche speziell für die Fragestellung der Berechnung von Kapitalisierungszinssätzen

bei Unternehmensbewertungen durchgeführt wurde, ergibt sich eine Vor-Steuer-Marktrisikoprämie von 5,46% für den deutschen Markt (arithmetisches Mittel, CDAX). In der ökonomischen Diskussion wird teilweise davon ausgegangen, dass die historischen Risikoprämien für die Schätzung künftiger Risikoprämien wegen der gewachsenen Effizienz der Kapitalmärkte nach unten anzupassen seien. Aus diesem Grund hält Stehle einen Abschlag von 1,0% bis 1,5% auf die oben angegebene Marktrisikoprämie für vertretbar. Unter Abwägung dieser Ergebnisse hat der Arbeitskreis für Unternehmensbewertungen ab dem 1. Januar 2005 eine Bandbreite für Marktrisikoprämien von zwischen 4,0% und 5,0% (vor persönlicher Einkommensteuer) für den deutschen Markt empfohlen. Wir sind vom Mittelwert dieser Bandbreite von 4,5% ausgegangen.

Hierbei haben wir auch berücksichtigt, dass als Risikozuschlag des Marktportefolles in weiteren bekannten empirischen Studien für den Zeitraum nach dem Zweiten Weltkrieg eine sehr große Bandbreite von Werten (negative bis hin zu zweistelligen positiven Werten) beobachtet wurde, die Mehrzahl der Studien aber zu einem Ergebnis zwischen 3,0% und 7,0% kommt.

Zur Bestimmung des Risikozuschlags wird bei börsennotierten Unternehmen die Marktrisikoprämie mit dem **Beta-Faktor** des zu bewertenden Unternehmens multipliziert. Der Beta-Faktor ist ein Maß für das systematische Risiko des untersuchten Eigenkapitaltitels. Er wird mit Hilfe von beobachteten Renditen am Kapitalmarkt mittels einer linearen Regression der Aktienrendite auf einen Index, der das Marktportfolio repräsentiert, berechnet.

Zur Ableitung des Beta-Faktors können verschiedene Berechnungsmethoden herangezogen werden. Eine einheitliche Vorgehensweise existiert weder in der Bewertungstheorie noch in der Bewertungspraxis. Freiheitsgrade bestehen beispielsweise bei der Länge des zugrunde zu legenden Zeitraums sowie bei der Wahl des Vergleichsindex. In der Regel werden Zeiträume zwischen einem und fünf Jahren und ein möglichst breiter Index wie der CDAX als Schätzer des Marktportfolios verwendet. Ferner kann bei der Berechnung auf tägliche, wöchentliche oder monatliche Renditen und damit auf unterschiedliche Periodizitäten zurückgegriffen werden. Im vorliegenden Fall haben wir bei der Ermittlung des Beta-Faktors wöchentliche Renditen bezogen auf den CDAX über einen Zeitraum von zwei Jahren verwendet.

Da die PHOENIX selbst nicht börsennotiert ist, haben wir einen durchschnittlichen Beta-Faktor aus den am Kapitalmarkt beobachtbaren Beta-Faktoren einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (so genannte Peer-Group) herangezogen. Für die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen haben wir in einem ersten Schritt die im Bloomberg-Informationssystem gelisteten deutschen Gesellschaften aus den Bereichen „Real Estate Management & Services“ und „Real Estate Development & Operations“ herangezogen. Die Grundgesamtheit von insgesamt 80 Unternehmen haben wir in einem zweiten Schritt um Gesellschaften mit einem unzureichenden Handelsvolumen bereinigt, da die rechnerisch ermittelbaren Beta-Faktoren hier nicht aussagekräftig sind. In diesem Zusammenhang wurden insbesondere Gesellschaften eliminiert, bei denen innerhalb eines Jahres weniger als 30% des Streubesitzes umgeschlagen wurden.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Beta-Faktoren der in die Analyse einbezogenen Vergleichsunternehmen:

	Beta	R <sup>2</sup>
Patrizia Immobilien AG	0,41	0,04
Vivacon AG	1,14	0,09
Grundstücks- und Baugesellschaft AG	0,25	0,03
TAG Tegernsee Immobilien- und Beteiligungs-AG	0,48	0,08
Rücker Immobilien AG	1,22	0,12
IVG Immobilien AG	1,02	0,28
Deutsche Euroshop AG	0,57	0,22
Deutsche Wohnen AG	0,75	0,14
Colonia Real Estate AG	0,52	0,01
Hamborner AG	0,53	0,14
KWG Kommunale Wohnen AG	0,59	0,02
<b>gewichteter Mittelwert</b>	<b>0,78</b>	

Die statistische Güte der einzelnen Betawerte, welche sich im Bestimmtheitsmaß R<sup>2</sup> ausdrückt, haben wir über eine Gewichtung berücksichtigt. Betawerte mit einem hohen R<sup>2</sup> haben demnach für die Ableitung des gewichteten Betawerts von 0,78 eine höhere Bedeutung als Betawerte mit einem vergleichsweise niedrigen Bestimmtheitsmaß.

Auf eine Aufteilung der vorstehenden Beta-Faktoren in das Geschäftsrisiko und das Kapitalstrukturrisiko (so genanntes „Unlevering“) haben wir im vorliegenden Bewertungsfall verzichtet, da uns für die PHOENIX keine Konzernplanung vorliegt. Der in den operativen Tochtergesellschaften der PHOENIX vorliegende, für Immobiliengesellschaften typische Verschuldungsgrad spiegelt sich in der durch uns erstellten Bilanzplanung der Holding nicht wider, so dass das Relevering auf Ebene der Holding zu einem verschuldeten Beta-Faktor führen würde, der unsachgemäß niedrig wäre. Wir haben daher unterstellt, dass das Kapitalstrukturrisiko der PHOENIX dem Kapitalstrukturrisiko der Peer-Group-Unternehmen entspricht und somit keine Anpassung erforderlich ist.

Der im Ergebnis der vorstehenden Überlegungen für die Bewertung der PHOENIX berücksichtigte (verschuldete) Beta-Faktor von 0,78 bringt das im Vergleich zum Gesamtaktienmarkt (Beta-Faktor 1,0) niedrigere Risiko von Anlagen in Immobiliengesellschaften zum Ausdruck. Die daraus abgeleitete Risikoprämie ist in ihrer Auswirkung auf die Diskontierung der erwarteten Ausschüttungen nach unserer Einschätzung im Sinne eines Durchschnittswerts angemessen, auch wenn einzelne erwartete Ausschüttungen in ihrem spezifischen Risiko von diesem Durchschnitt abweichen (vertraglich bereits gesicherte Beträge eher sicher, vertraglich noch nicht gesicherte Beträge eher unsicher).

#### **IV. Wachstumsabschlag**

Es ist davon auszugehen, dass die Kapitalmarktrendite einen Ausgleich für die Geldentwertung enthält. Deshalb sind beim Vergleich der Kapitalmarktrendite und der Rendite aus Unternehmensgewinnen die unterschiedlichen Auswirkungen von Inflationseinflüssen zu berücksichtigen. Der in der Kapitalmarktrendite enthaltene Ausgleich für die Geldentwertung folgt mittelfristig weitgehend der Entwicklung der Inflationsrate.

Dies muss bei Unternehmensgewinnen nicht der Fall sein. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt von der Markt- und der Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Kostensteigerungen können durch Rationalisierungsmaßnahmen ohne Gewinneinbußen aufgefangen oder bei geeigneter Marktposition an die Kunden weitergege-

ben werden; sie können aber auch zu Gewinneinbußen führen, wenn der Markt die Weitergabe nicht ermöglicht und interne Maßnahmen zur Kostenreduzierung nicht durchsetzbar oder bereits ausgeschöpft sind. Es ist deshalb nicht ohne weiteres davon auszugehen, dass Unternehmensgewinne automatisch mit der Geldentwertungsrate wachsen. Empirische Analysen zeigen, dass es Unternehmen in Deutschland historisch durchschnittlich nicht gelungen ist, ein Gewinnwachstum in Höhe der Inflationsrate zu erreichen. Vielmehr betrug die Wachstumsrate der Gewinne etwa 50% der durchschnittlichen Preissteigerungsrate.

Wenn damit zu rechnen ist, dass ein Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben, so ist vom Kapitalisierungszins nach Steuern ein so genannter „Wachstumsabschlag“ abzuziehen. Die Höhe dieses Wachstumsabschlags bringt zum Ausdruck, in welchem Maße ein Unternehmen in der Lage ist, Inflationseffekte im Markt weiterzugeben. Neben der Möglichkeit der Weitergabe von Inflationseffekten kann der Wachstumsabschlag darüber hinaus auch zu erwartende überdurchschnittliche Wachstumsraten eines Unternehmens im nachhaltigen Zeitraum abbilden. Ein solches überdurchschnittliches Wachstum kann u. a. auf eine auch auf längere Sicht zu erwartende günstige Marktentwicklung zurückzuführen sein.

Aufgrund der empirischen Erkenntnisse über die tatsächlich erreichten Gewinnsteigerungen von Unternehmen in Deutschland wird im Rahmen von Unternehmensbewertungen häufig eine durchschnittliche Wachstumsrate von 1,0% angesetzt. In Einzelfällen werden auch Wachstumsabschläge im Bereich von 0,5% bis 2,0% als vertretbar angesehen. Im vorliegenden Bewertungsfall haben wir einen Wachstumsabschlag von 1,0% angesetzt, da wir für den Bereich der Projektentwicklung langfristig keine Tendenzen bzw. Entwicklungen sehen, die ein überdurchschnittliches Branchen- und Gewinnwachstum rechtfertigen würden. Entsprechend erscheint für den nachhaltigen Zeitraum allenfalls ein Wachstumsabschlag innerhalb der üblicherweise vertretenen Bandbreite gerechtfertigt.

## V. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

Die Eigenkapitalkosten ergeben sich damit zusammenfassend wie folgt:

Basiszins	4,75%
Marktrisikoprämie vor Steuern	4,50%
Beta-Faktor	0,78
<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>8,26%</b>
Wachstumsabschlag	1,00%
<b>Kapitalisierungszinssatz, nachhaltig</b>	<b>7,26%</b>

## E. Ermittlung des Unternehmenswerts

Der Wert des von der Zechbau gehaltenen Anteils an der PHOENIX ergibt sich als Barwert der erwarteten Nettoausschüttungen für die Zechbau. Für die Ermittlung des Barwerts wurde das Ergebnis für die Planjahre ausgehend vom nachhaltigen Ergebnis zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2006) diskontiert und anschließend aufgezinst. Für die Jahre, für die eine nachhaltig erzielbare Nettoausschüttung angesetzt wurde, d.h. ab 2013, ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Zur Ermittlung des Unternehmenswerts zum 30. Juni 2007 wurden die oben erläuterten Nettoausschüttungen zugrunde gelegt.

Die Ableitung des anteiligen Ertragswerts von T€ 29.979 stellt sich wie folgt dar:

<b>PHOENIX Holding GmbH - Anteil Zechbau</b>							
<b>Ertragswert</b>							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	nachh.
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Jahresüberschuss	18.161	1.606	13.811	8.335	8.335	8.335	
<b>Ausschüttbarer Jahresüberschuss an Zechbau</b>	<b>10.106</b>	<b>482</b>	<b>6.959</b>	<b>2.500</b>	<b>2.500</b>	<b>2.500</b>	<b>979</b>
<b>Wertbeitrag aus Ausschüttung</b>	<b>10.106</b>	<b>482</b>	<b>6.959</b>	<b>2.500</b>	<b>2.500</b>	<b>2.500</b>	<b>979</b>
<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse</b>	<b>10.106</b>	<b>482</b>	<b>6.959</b>	<b>2.500</b>	<b>2.500</b>	<b>2.500</b>	<b>979</b>
Barwertfaktor	0,924	0,924	0,924	0,924	0,924	0,924	13,774
<b>Barwerte</b>	<b>28.658</b>	<b>20.919</b>	<b>22.165</b>	<b>17.037</b>	<b>15.943</b>	<b>14.760</b>	<b>13.478</b>
<b>Ertragswert = Summe der Barwerte zum</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>28.658</b>					
Bewertungsstichtag	30.06.2007						
Zinstage	180						
Aufzinsfaktor	1,0461						
<b>Anteil der Zechbau am Unternehmenswert PHOENIX Holding zum 30.06.2007</b>	<b>29.979</b>						

## **F. Alternativberechnung unter Berücksichtigung der in Umsetzung befindlichen Unternehmenssteuerreform**

Die Ermittlung des Unternehmenswerts der PHOENIX, wie in den Kapiteln C bis E dargestellt, fußt auf derzeit gültigem Steuerrecht. Allerdings befindet sich die Unternehmenssteuerreform, die zu nennenswerten Veränderungen bei der Besteuerung von Unternehmensgewinnen, aber auch Einkünften aus Kapitalvermögen auf Ebene der Einkommensteuer führen wird, aktuell in der Umsetzung. Der Bundestag hat das Gesetz zur Unternehmenssteuerreform am 25. Mai 2007 bereits verabschiedet. Nach derzeitiger Planung soll der Bundesrat in seiner Sitzung am 6. Juli 2007 über das Gesetz beschließen, wodurch die entsprechenden Regelungen dann zu den jeweils im Gesetz genannten Zeitpunkten in Kraft treten würden.

Aus heutiger Sicht ist es daher naheliegend, dass zum Zeitpunkt der Hauptversammlung das Gesetz zur Unternehmenssteuerreform voraussichtlich verabschiedet sein wird. Vor diesem Hintergrund haben wir in einer Alternativberechnung ermittelt, welche Auswirkung die Unternehmenssteuerreform auf den Unternehmenswert der PHOENIX bzw. den Wert des von der Zechbau gehaltenen Anteils haben dürfte.

Die für die Bewertung der PHOENIX wesentlichen relevanten Änderungen des Steuerrechts, wie sie aus derzeitiger Sicht im Rahmen der Unternehmenssteuerreform umgesetzt werden sollen, sind die Folgenden:

- Absenkung der Steuermesszahl der Gewerbesteuer von derzeit 5% auf 3,5%
- Wegfall der Anerkennung der Gewerbesteuer als Betriebsausgabe
- Senkung des Körperschaftsteuersatzes von 25% auf 15%
- Ersatz des Halbeinkünfteverfahrens für Anteilseigner, die Unternehmensanteile im Privatvermögen halten, durch eine Abgeltungssteuer auf Zins- und Dividendeneinkünfte sowie realisierte Kursgewinne, in Höhe von pauschal 25% (zzgl. SolZ)
- Beschränkung der Abziehbarkeit von Zinsaufwendungen für die Ermittlung der Bemessungsgrundlage (Zinsschranke)
- Beschränkung der Übertragbarkeit von Verlustvorträgen bei Anteilsübertragungen

Die dargestellten Steuergesetzänderungen gelten für Unternehmen ab dem 1. Januar 2008 und für Anteilseigner ab dem 1. Januar 2009.

Die Veränderungen bei der Gewerbesteuer und Körperschaftsteuer führen nur zu einer geringfügigen Minderbelastung der Gewinne der PHOENIX, da diese durch die weitgehend steuerfreie Vereinnahmung von Erträgen aus der Veräußerung von Beteiligungen, welche auch zukünftig möglich ist, lediglich ein sehr geringes Steuerniveau aufweist.

Die Abbildung der Auswirkungen der Steuerreform, insbesondere der Abgeltungssteuer auf Zinserträge und realisierte Kursgewinne, auf die im Rahmen der Unternehmensbewertung anzuwendende Marktrisikoprämie ist nicht trivial. Zum einen wäre hier argumentierbar, dass - zumindest bis zum Vorliegen belastbarer empirischer Auswertungen über die tatsächlichen Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform – die Prämisse, dass die Renditeforderung von Investoren nach Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuerbelastung primär Ausdruck ihrer Zeit- und Risikopräferenzen ist und die Marktrisikoprämie (nach Steuern) vor diesem Hintergrund weitgehend unverändert bleiben dürfte, eine weiterhin vertretbare Annahme darstellt. Unter Berücksichtigung einer Ausschüttungsquote von 50% auf Ebene des Marktportefeuilles und möglicher Bandbreiten für Kursgewinnbesteuerungen zwischen 0% und 26,4% würde sich daraus für die Marktrisikoprämie vor Steuern eine Bandbreite von 5,1% bis 7,3% ableiten lassen.

Zum anderen könnte man sich auch der Argumentation anschließen, dass die Eigenkapitalrenditen von Unternehmen bei einer Minderung des Gesamtsteueraufwands von rd. 40% auf rd. 30% um rd. 17% ansteigen und damit auch die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern um einen ähnlichen Betrag höher ausfallen sollte. Entsprechend des nach dem alten Steuersystem verwendeten Bandbreitenmittelwerts von 4,5% würde dies eine Steigerung auf rd. 5,3% implizieren.

Unter Abwägung der vorstehenden Argumente und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass es weitere, hier nicht darstellbare Ansätze zur Prognose zukünftiger Marktrisikoprämien gibt, schätzen wir für die Zwecke unserer Alternativberechnung - gerade auch vor dem Be-

wertungshintergrund einer Werthaltigkeitsberechnung für eine Sacheinlage - eine Marktrisikoprämie von 6,0% als vertretbar ein.

Infolge dieser Anpassungen würde sich der Kapitalisierungszins nach neuem Steuerrecht von 8,26% auf 9,43% erhöhen.

Der sich unter Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform ergebende Wert des von der Zechbau gehaltenen Geschäftsanteils an der PHOENIX beträgt nach den vorstehenden Prämissen rd. € 28,3 Mio. Gegenüber dem Wertanteil nach dem derzeitigen Steuerrecht (€ 30,0 Mio.) bedeutet dies eine Wertminderung um rd. € 1,7 Mio. Der in diesem Fall relativ bedeutsame Ergebniseffekt ergibt sich im Wesentlichen daraus, dass die PHOENIX aufgrund ihrer niedrigen Steuerbelastung nur sehr begrenzt von Steuersenkungen auf Unternehmensebene profitiert, die Anteilseigner hinsichtlich ihrer Alternativanlage, welche durch den Kapitalisierungszins ausgedrückt wird, jedoch von einer höheren Rendite ausgehen.

Die Ableitung des anteiligen Ertragswerts nach zu erwartendem neuen Steuerrecht stellt sich wie folgt dar:

<b>PHOENIX Holding GmbH - Anteil Zechbau</b>							
<b>Ertragswert</b>							
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>nachh.</b>
	<b>T€</b>	<b>T€</b>	<b>T€</b>	<b>T€</b>	<b>T€</b>	<b>T€</b>	<b>T€</b>
Jahresüberschuss	18.161	1.606	13.869	8.364	8.364	8.364	
<b>Ausschüttbarer Jahresüberschuss an Zechbau</b>	<b>10.106</b>	<b>482</b>	<b>6.977</b>	<b>2.509</b>	<b>2.509</b>	<b>2.509</b>	<b>1.047</b>
<b>Wertbeitrag aus Ausschüttung</b>	<b>10.106</b>	<b>482</b>	<b>6.977</b>	<b>2.509</b>	<b>2.509</b>	<b>2.509</b>	<b>1.047</b>
<b>Zu kapitalisierende Ergebnisse</b>	<b>10.106</b>	<b>482</b>	<b>6.977</b>	<b>2.509</b>	<b>2.509</b>	<b>2.509</b>	<b>1.047</b>
Barwertfaktor	0,914	0,914	0,914	0,914	0,914	0,914	11,862
<b>Barwerte</b>	<b>27.007</b>	<b>19.448</b>	<b>20.800</b>	<b>15.785</b>	<b>14.764</b>	<b>13.648</b>	<b>12.426</b>
<b>Ertragswert = Summe der Barwerte zum</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>27.007</b>					
Bewertungsstichtag	30.06.2007						
Zinstage	180						
Aufzinsfaktor	1,0461						
<b>Anteil der Zechbau am Unternehmenswert PHOENIX Holding zum 30.06.2007</b>		<b>28.252</b>					

## G. Schlussbemerkung

Der Wert des von der Zechbau Holding GmbH, Bremen, gehaltenen Geschäftsanteils an der PHOENIX Holding GmbH, Frankfurt am Main, beträgt auf Basis der Vorgaben des Standards IDW RS HFA 10 zum 30. Juni 2007 rd. € 30,0 Mio. Sofern die geplanten Änderungen des Unternehmensteuerrechts und deren derzeit abschätzbare Auswirkungen auf die Marktrisikoprämie berücksichtigt werden, vermindert sich dieser Betrag auf rd. € 28,3 Mio.

Wir erstatten dieses Gutachten nach bestem Wissen unter Bezugnahme auf die Berufsgrundsätze, wie sie in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind, sowie auf die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte.

Hamburg, 30. Juni 2007  
- 17486/H -

Susat & Partner OHG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Dr. Peter Bartels  
Wirtschaftsprüfer



Toralf Engler  
CFA