

Stellungnahme

SUSAT & PARTNER oHG
equinet AG
The Equity Group

Frankfurt/Hamburg, 16. Oktober 2007

zur Vorbereitung der öffentlichen Anhörung
des Ausschusses für Wirtschaft und Technologie

zum

Steinkohlefinanzierungsgesetz
(Drucksache 16/6384)

und den

Anträgen der Fraktion der FDP und der Fraktion
DIE LINKE
(Drucksachen 16/5422 und 16/6392)

A. Vorbemerkung

Die Susat & Partner oHG, Hamburg, (SUSAT) und die equinet AG, Frankfurt, (equinet) haben im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie ein Gutachten zur Ermittlung des Unternehmenswerts des Beteiligungsbereichs („weißen Bereich“) der Ruhrkohle AG, Essen, zum 1. Januar 2007 erstellt. Vor diesem Hintergrund sind wir mit Schreiben vom 25. September 2007 vom Ausschuss für Wirtschaft und Technologie des Deutschen Bundestags zu einer öffentlichen Anhörung zu den Vorlagen

- Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung der Beendigung des subventionierten Steinkohlenbergbaus zum Jahr 2018 (Gesetzesentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD)
- Ausstieg aus der Steinkohle zügig und zukunftsgerecht gestalten – RAG-Börsengang an marktwirtschaftlichen Grundsätzen ausrichten (Antrag der Fraktion der FDP)
- Ruhrkohle AG in eine Stiftung öffentlichen Rechts überführen – Börsengang verhindern (Antrag der Fraktion DIE LINKE)

als Sachverständige geladen worden. In dieser Eigenschaft geben wir nachfolgend die erbetene schriftliche Stellungnahme zum Anhörungsgegenstand ab. Diese Stellungnahme beinhaltet eine Beschreibung des uns erteilten Auftrags sowie eine Zusammenfassung unserer Untersuchungsergebnisse.

Wir weisen darauf hin, dass wir über den konkreten Auftragsinhalt hinaus in keinerlei Hinsicht mit für den Entwurf des Steinkohlefinanzierungsgesetzes relevanten Themen befasst waren und uns hierzu deshalb auch nicht äußern können. Zudem halten wir fest, dass sich unsere nachfolgend zusammengefassten Untersuchungsergebnisse ausschließlich auf den Tatsachen- und Erkenntnisstand aus dem Dezember 2006 beziehen und seitdem nicht mehr aktualisiert worden sind.

B. Auftrag

Das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) hat uns mit am 21.9.2006 erfolgter Bestätigung unseres Angebotsschreibens vom 18.7.2006 beauftragt, für den sog. „weißen Bereich“ der Ruhrkohle AG, Essen, (im Folgenden „RAG“) unter verschiedenen Aspekten eine Unternehmensbewertung durchzuführen.

Der **Auftragsgegenstand** ist in unserem im Folgenden in Auszügen wiedergegebenen Angebotsschreiben wie folgt festgehalten worden:

"Die RAG AG, Essen, plant, den nicht der Steinkohleförderung zuzurechnenden so genannten „weißen“ Unternehmensbereich des Mischkonzerns 2007 in mehreren Tranchen an die Börse zu bringen. Zweck des beschriebenen Vorhabens ist die wirtschaftliche und rechtliche Trennung des weißen Unternehmensbereichs vom schwarzen Unternehmensbereich und ein Übergang des Letzteren in die wirtschaftliche Verantwortung der öffentlichen Hand. Aus dem zufließenden Emissionserlös sollen dabei alle zukünftigen Steinkohlelasten, insbesondere die Stillsetzungs- und Ewigkeitslasten, abgedeckt werden, die bisher durch den Haftungsverbund mit dem „weißen Bereich“ abgesichert sind. Um diese finanzieren zu können, muss der Emissionserlös eine hinreichende Höhe aufweisen. In diesem Zusammenhang ist ferner sicherzustellen, dass eine aus Sicht der öffentlichen Hand optimale Form der Verwertung des zu vermarktenden Teils der heutigen RAG AG erfolgt. Für den Bund und die beteiligten Länder ist es daher erforderlich, eine belastbare Einschätzung der möglichen Verwertungserlöse des „weißen Bereichs“ unter Einschluss aller nach den Gegebenheiten des Kapitalmarkts denkbaren Varianten zu haben.

Ausgangspunkt der Studie werden die Plausibilisierung der Planung und die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte im Sinne der Stellungnahme IDW S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) sein. Diese Bewertung wird von SUSAT durchgeführt werden. Durch eine Orientierung an dem allgemein anerkannten und detaillierten Bewertungsstandard kann die Bewertung nachvollziehbar und willkürfrei gestaltet werden. Zudem dient die objektivierte Wertermittlung als Bezugsgröße und ist damit Basis-Baustein für die Bewertung von Verwertungsszenarien.

Die Bewertung wird SUSAT nach den für den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer verbindlichen Grundsätzen zur Unternehmensbewertung durchführen, wie sie im Standard IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ vom 18. Oktober 2005 dargelegt sind. Bei dem als Basis-Szenario dienenden objektivierten Unternehmenswert handelt es sich im Sinne des Standards um einen typisierten Marktwert aus der Sicht eines neutralen Dritten.

Aufbauend auf der von SUSAT plausibilisierten Unternehmensplanung und unter Berücksichtigung der seitens SUSAT ermittelten objektivierten Unternehmenswerte wird equinet die drei Verwertungsszenarien „Börsengang“, „strategischer Investor“ und „Finanzinvestor“ entwickeln und bewerten. Hierfür wird equinet auf Basis geeigneter kapitalmarktbezogener Bewertungsmethoden für die drei Verwertungsszenarien Unternehmenswerte auf „Stand-alone“-Ebene und auf Ebene des Beteiligungsbereichs (Konglomerat) ermitteln und beurteilen.

Als Bewertungsbasis werden die von SUSAT plausibilisierten Teilplanungen der drei Bereiche, die „Gemeinkostenzuordnung“ als Überleitung zum Konzernergebnis „Konglomerat“, die einzelnen Unternehmenswerte nach IDW S 1 sowie die Net Asset Values für Immobilien verwendet. Die einzelnen Unternehmenswerte werden nach anerkannten kapitalmarktorientierten Diskontierungs- und Multiplikatorenmodellen ermittelt. Für alle Bewertungsanalysen wird ein einheitlicher Stichtag und Betrachtungszeitraum gewählt.“

Als **Bewertungsstichtag** wurde mit dem BMWi der 1. Januar 2007 vereinbart. Die für die Unternehmensbewertung erforderlichen Auskünfte wurden uns von der Geschäftsführung der RAG Beteiligungs-AG, die als Holdinggesellschaft des weißen Bereichs fungiert, bzw. den von ihr benannten Mitarbeitern erteilt. Wir haben in dem Gutachten uns bis zum 8. Dezember 2006 erteilte Informationen berücksichtigt. Die endgültigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2006 lagen uns daher nicht vor.

Die für die Erstellung des Gutachtens notwendigen Arbeiten und Untersuchungen haben wir in den Monaten September 2006 bis Januar 2007 in den Räumen der RAG sowie in unseren Büros in Hamburg und Köln (SUSAT) sowie Frankfurt/Main (equinet) durchgeführt.

Die **vollständige Fassung unseres Gutachtens** haben wir an das BMWi als unserem Auftraggeber am 5. Februar 2007 ausgeliefert. Diese enthält insbesondere eine ausführliche Analyse der Planungsrechnung des weißen Bereichs für die Jahre 2007-2009. Das BMWi hat diese vollständige Gutachtenfassung als den Ausschreibungsbedingungen voll entsprechend abgenommen. Um die Geschäftsgeheimnisse der RAG zu schützen, war nach den Ausschreibungsbedingungen eine **veröffentlichungsfähige Fassung** des Gutachtens zu erstellen, welche die wesentlichen Ergebnisse ohne die dem Geschäftsgeheimnis unterliegenden Firmendaten enthält.

C. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse

I. Wertermittlung durch SUSAT

Die wesentlichen Ergebnisse der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte durch SUSAT sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 1: Wesentliche Ergebnisse der objektivierten Unternehmensbewertung

Übersicht über die objektivierten Unternehmenswerte zum 1. Januar 2007	Entity Value Mio. €	Marktwert des Fremdkapitals* Mio. €	Anteile Dritter Mio. €	Equity Value Mio. €	Alternativer Equity Value** Mio. €
Stand-alone-Betrachtung					
Degussa	8.945	-2.888	-110	5.946	6.632
STEAG	3.465	-1.348	-451	1.667	2.113
RIAG	2.452	-1.047	-88	1.316	1.560
RCI				872	872
Liquidationswert BG	-612	-4.793		-5.406	-5.410
Weißer Bereich Gesamt	14.250	-10.076	-649	4.396	5.768
Konglomeratsbetrachtung					
Konglomerat weißer Bereich	15.141	-10.040	-649	4.452	

* Marktwerte des Fremdkapitals weichen in den beiden Fällen aufgrund der unterschiedlichen Finanzstruktur im Zeitablauf geringfügig voneinander ab
** Alternativer Equity Value bei geänderter Vorgehensweise bei der Ableitung der Eigenkapitalkosten (Beta-Faktor)

Demnach liegt der objektivierte Unternehmenswert des weißen Bereichs der RAG zum 1. Januar 2007 in einer **Stand-alone-Betrachtung** mit **€4,4 Mrd.** und in einer **Konglomeratsbetrachtung** mit **€4,5 Mrd.** eng beieinander. Die Werte enthalten keinen Abzug für Grunderwerbsteuer. Maßgeblich für den Anfall von Grunderwerbsteuer ist der Erwerb von mindestens 95% der Unternehmensanteile im konkreten Verwertungsszenario und nicht die Unterscheidung in Stand-alone- und Konglomeratsbetrachtung.

Die Bewertungen wurden unter Anwendung des Discounted-Cashflow (DCF)-Verfahrens durchgeführt. Hierbei ergibt sich der Unternehmensgesamtwert aus dem Barwert der den Kapitalgebern künftig zufließenden Cashflows. Durch den Abzug des auf die Fremdkapitalgeber entfallenden Wertes erhält man den objektivierten Unternehmenswert der

Anteilseigner (Equity Value), der für die Frage der im Rahmen einer Verwertung durch die Anteilseigner erzielbaren Erlöse relevant ist.

Der DCF-Wert eines Unternehmens wird wesentlich durch die Höhe der zukünftig erwarteten Cashflows einerseits und die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes, mit dem die künftigen Cashflows auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden, bestimmt.

Grundlage der Ableitung der künftig zu erwartenden Cashflows war eine Planungsrechnung der RAG mit Stand vom Herbst 2005. Diese wurde um Eckdaten (mit Stand vom 17. November 2006) der im Erstellungsprozess befindlichen neuen Planungsrechnung ergänzt. Nach Auskunft der RAG sind bzgl. dieser Eckdaten im weiteren Planungsprozess keine wesentlichen Veränderungen zu erwarten.

Den Kapitalisierungszins haben wir unter Rückgriff auf übliche kapitalmarktorientierte Renditeschätzmodelle („CAPM“) abgeleitet. Wir weisen darauf hin, dass es hierbei insbesondere im Rahmen der Bestimmung der Eigenkapitalkosten mithilfe des sog. Beta-Faktors nennenswerte methodische Bandbreiten gibt, d.h. dass auf Basis methodisch gleichermaßen gut begründbarer Verfahren zum Teil sehr unterschiedliche Kapitalisierungszinssätze abgeleitet werden können. Aus diesem Grund haben wir die objektivierte Unternehmensbewertung alternativ auch auf Basis einer abweichenden Methode der Ermittlung des Beta-Faktors durchgeführt, um mögliche Wertauswirkungen zu illustrieren. Diese **alternative Bestimmung des Equity Value** haben wir für den Stand-alone-Fall durchgeführt, für den wir zu einem Equity Value in Höhe von **€ 5,8 Mrd.** gelangt sind. Für den Konglomeratsfall ist von einer vergleichbaren Größenordnung auszugehen. Die objektivierten Unternehmenswerte liegen demnach auf Basis der DCF-Bewertungen durch SUSAT in einer Bandbreite von € 4,4 bis 5,8 Mrd.

II. Analyse der Vewertungsszenarien durch equinet

Aufbauend auf den von SUSAT ermittelten Unternehmenswerten und den diesen zugrunde liegenden Planzahlen des weißen Bereichs der RAG AG hat equinet die Verwertungsszenarien Börsengang und M&A-Transaktion analysiert.

Diese Analyse zeigt für die Verwertung des Beteiligungsbereichs der RAG bestehend aus den drei Teilkonzernen Degussa, STEAG und RIAG sowie der RCI als nicht fortgeführtem Bereich folgendes Bild:

Tabelle 2: Verwertungserlöse zum 1. Januar 2007 und Transaktionssicherheit

Erlös bei Verwertung des Konglomerats als Ganzes*	Börsengang		M&A	
	Mrd. €	Transaktions-sicherheit	Mrd. €	Transaktions-sicherheit
Gesamterlös	5,1	+	5,0	O

Erlös bei Einzelverwertung* **)	Börsengang		M&A	
	Mrd. €	Transaktions-sicherheit	Mrd. €	Transaktions-sicherheit
Degussa (Teilkonzern)	6,8	+	7,0	+/O
STEAG (Teilkonzern)	1,7	O	1,9	-
RIAG (Teilkonzern)	1,6	+	1,6	+
Liquidationswert RCI (nicht fortgeführter Teilkonzern)	0,9		0,9	
Liquidationswert Holding***	- 5,4		- 5,4	
Gründerwerbsteuer	0		- 0,1	
Gesamterlös	5,6		5,9	

* Vor Transaktionskosten

** Die Erlöse der Teilkonzerne und der Liquidationswert Holding können sich durch konzerninterne Ausschüttungen nach dem Bewertungsstichtag 1. Januar 2007 noch ändern, wobei jedoch der Gesamterlös unverändert bleibt

*** Holding-Nettoverschuldung und sonstige Aktiva/Passiva, Barwert der Liquidationskosten

Legende:

- +** hohe Transaktionssicherheit
- O** geringe Transaktionssicherheit
- sehr geringe Transaktionssicherheit

Den Bewertungsergebnissen von equinet liegen überwiegend kapitalmarktorientierte Multiplikatorverfahren zugrunde. Üblicherweise ergibt sich bei diesen Bewertungsverfahren eine sehr große Bandbreite von Unternehmenswerten. Es ist jedoch festzuhalten, dass der Mittelwert der von SUSAT ermittelten Bandbreite objektiverer Unternehmenswerte in etwa dem von equinet erwarteten Erlös bei einer Verwertung des Konglomerats als Ganzes entspricht.

Konglomerat als Ganzes

Bei einer Verwertung des Konglomerats als Ganzes unterscheiden sich die beiden Szenarien Börsengang (€ 5,1 Mrd.) und M&A (€ 5,0 Mrd.) hinsichtlich der Gesamterlöse lediglich um rund 2%. Bezüglich der Transaktionssicherheit bestehen jedoch deutliche Unterschiede.

Die Transaktionssicherheit für eine Verwertung über die Börse stufen wir bei einer Spanne von € 4,6 Mrd. bis 5,6 Mrd. als hoch (+) ein, da wir für alle drei Teilkonzerne die grundsätzliche Börsenfähigkeit konstatieren und mögliche Vorbehalte gegen einen Börsengang von Konglomeraten durch einen Konglomeratsabschlag in Höhe von 15% in Verbindung mit einem IPO-Abschlag von 10% kompensiert werden können.

Im Gegensatz dazu beurteilen wir die Transaktionssicherheit bezüglich einer M&A-Verwertung als gering (0). Vorstellbar wäre hier allenfalls eine Übernahme mit anschließender Zerschlagung durch einen **strategischen Investor**, der über die notwendigen finanziellen Ressourcen verfügt. Allerdings kommen für eine Gesamtübernahme mit anschließender Zerschlagung des stark diversifizierten RAG-Portfolios (Chemie, Energieerzeugung, Wohnimmobilien) viel eher **Finanzinvestoren** in Frage, die versuchen würden, Teilbereiche mit einem höheren Exit-Multiplikator weiterzuverkaufen. Einschränkend ist hierbei jedoch die begrenzte Verschuldungsfähigkeit des Konglomerats zu berücksichtigen.

Einzelverwertung

Bei einer Einzelverwertung der Teilkonzerne unterscheiden sich die beiden Szenarien Börsengang (€ 5,6 Mrd.) und M&A (€ 5,9 Mrd.) hinsichtlich der Gesamterlöse um rund 5%. Die Beurteilung der Transaktionssicherheit ist in diesem Falle getrennt für die drei Teilkonzerne zu betrachten.

Degussa

Die Sicherheit, mit der ein **Börsengang** der **Degussa** durchgeführt werden könnte, betrachten wir bei dem noch bis Anfang 2006 als DAX-Wert notierten Unternehmen als hoch (+).

Eine Gesamtübernahme und Fortführung der **Degussa** durch einen **strategischen Investor** aus dem Wettbewerbsumfeld halten wir für wenig wahrscheinlich (0). Vorstellbar wäre allenfalls eine Übernahme mit anschließender Zerschlagung durch einen großen Wettbewerber, der über die notwendigen finanziellen Ressourcen verfügt und sein eigenes Produktportfolio durch die Integration von Teilen des Degussa-Portfolios ergänzen möchte oder Interesse an ausgewählten Degussa-Technologien hat. Für eine Gesamtübernahme der Degussa mit anschließender Zerschlagung des stark diversifizierten Portfolios kommen

viel eher **Finanzinvestoren** in Frage, für die wir die Transaktionssicherheit als hoch beurteilen (+). Diese würden einzelne Teilbereiche herauslösen und mit einem höheren Exit-Multiplikator an finanzkräftige strategische Investoren, andere Finanzinvestoren oder über die Börse weiterverkaufen. Insgesamt stufen wir daher die Transaktionssicherheit im Rahmen des M&A-Verwertungsszenarios für Degussa durch strategische Investoren als gering (0) und durch Finanzinvestoren als hoch (+) ein.

STEAG

Grundsätzlich halten wir die **STEAG** für börsenfähig. Jedoch muss die Equity Story des Unternehmens eine ausreichende Akzeptanz erfahren. Vor dem Hintergrund der hohen Abhängigkeit von der RWE und der Relevanz der weiteren Entwicklung der Preise von CO₂-Emissionszertifikaten sehen wir hier Risiken, so dass wir die Sicherheit, mit der die Transaktion im Falle der **Einzelverwertung** durchgeführt werden könnte, als gering (0) einschätzen.

Aufgrund der zwischen der STEAG und der RWE historisch gewachsenen guten Geschäftsbeziehung, die auch für die Zukunft durch langfristige Liefer- und Abnahmeverträge abgesichert ist, sowie der strategischen Passgenauigkeit im operativen Geschäft kommt in erster Linie RWE als **strategischer Investor** in Frage.

Hingegen ist eine Übernahme der STEAG durch einen anderen Energieversorger aufgrund der hohen Abhängigkeit von der RWE nur schwer vorstellbar. Ob und inwieweit RWE jedoch seine Verhandlungsposition dazu benutzen würde, um signifikante Preisabschläge vom STEAG-Unternehmenswert zu fordern, kann ohne den Einstieg in konkrete Verkaufsverhandlungen nicht abschließend beurteilt werden.

Im Gegensatz zu einem Verkauf der STEAG an einen strategischen Investor wäre eine Übernahme durch einen **Finanzinvestor**, der in keinem Wettbewerbsverhältnis zu STEAG/RWE steht, ebenfalls grundsätzlich vorstellbar. Allerdings sind auch in diesem Fall aufgrund der engen vertraglichen Bindung an die RWE, der damit verbundenen eingeschränkten strategischen Handlungsspielräume, hoher regulatorischer Unsicherheiten, begrenzter Ertragsperspektiven und limitierter Exit-Optionen Preisabschläge zu erwarten.

Für einen Finanzinvestor blieben möglicherweise als Exit-Möglichkeiten bevorzugt der – aus unserer Sicht ebenfalls unsichere – Gang an die Börse oder der Verkauf an einen anderen Finanzinvestor.

Insgesamt besteht daher im Rahmen des M&A-Verwertungsszenarios für STEAG nur eine sehr geringe (-) Transaktionssicherheit.

RIAG

Wir erachten die **RIAG** grundsätzlich als börsenfähig. Vor dem Hintergrund des in 2006 erfolgten erfolgreichen Börsengangs der GAGFAH und des anhaltend hohen Interesses von Kapitalmarktteilnehmern an Immobilienbestandshaltern beurteilen wir die Transaktionssicherheit eines **Börsengangs** der **RIAG** als hoch (+).

Das M&A-Marktumfeld für Wohnimmobilientransaktionen in Deutschland ist zurzeit sehr günstig. Große Kapitalströme fließen seit drei Jahren in deutsche Wohnungsbestände. Ein Ende dieser Entwicklung ist momentan nicht in Sicht. Im Speziellen sind es weiterhin **Finanzinvestoren**, die über ihre Immobilienplattformen (beispielsweise Deutsche Annington oder GAGFAH) große Bestände in Deutschland aufkaufen und die ihnen sich bietenden Opportunitäten nutzen.

Strategische Investoren in Form inländischer Wohnungs- und Immobiliengesellschaften kommen aufgrund der Transaktionsgröße sowie möglicher Akquisitionsrestriktionen tendenziell eher nicht in Frage. Dagegen ist ein verstärktes Engagement großer, kapitalstarker Immobiliengesellschaften aus dem Ausland zu konstatieren. Vor allem ausländische REITs werden in Zukunft ihre Aktivitäten in Deutschland weiter verstärken und könnten somit ebenfalls als mögliche Käufer der RIAG auftreten.

Insgesamt besteht daher im Rahmen des M&A-Verwertungsszenarios für die RIAG eine hohe Transaktionssicherheit (+).

Zusammenfassende Beurteilung

Die Verwertungserlöse aller Szenarien liegen in einer relativ engen Spanne. Unter Berücksichtigung des Kriteriums der Transaktionssicherheit kann ein Börsengang des Konglomerats als Ganzes als ein gangbarer Weg zur Verwertung des Beteiligungsbereichs ("weißen Bereichs") der RAG angesehen werden.

III. Renditevergleich bei Wiederanlage der Verwertungserlöse

Der zukünftige Eigentümer der Obergesellschaft des Konglomerats („Anteilseigner“) wird zu entscheiden haben, ob er die Gesellschaften des Konglomerats ganz oder teilweise im Eigentum behält oder ob er die Gesellschaften ganz oder teilweise veräußert. Zu erzielende Veräußerungserlöse wären alternativ anzulegen. Ein Kriterium für die Entscheidung wird ein Vergleich der entsprechenden Renditen sein. Hierbei ist allerdings immer zu beachten, dass am Kapitalmarkt höhere Renditen in der Regel nur durch die Inkaufnahme **höherer Risiken** zu erzielen sind. Ein einseitiger Blick auf die erwartete Rendite greift im Rahmen einer Anlageentscheidung daher regelmäßig zu kurz.

Im Folgenden stellen wir einen Renditevergleich für die Alternativen der vollständigen und dauerhaften Beibehaltung im Eigentum bzw. der vollständigen Veräußerung an. Hierbei gehen wir auch auf mögliche steuerliche Effekte beim zukünftigen Anteilseigner der im Rahmen einer Verwertung erlösten Mittel ein. In diesem Zusammenhang nehmen wir eine Gewerbe- und Körperschaftsteuerpflicht der zu wählenden Konstruktion, z.B. in der Rechtsform einer Stiftung, an. Zudem gehen wir für unsere modellhafte Betrachtung auf Ebene des Anteilseigners nicht von einer Möglichkeit der Verrechnung von Verlusten des schwarzen Bereichs mit den Erträgen aus dem weißen Bereich bzw. mit den Erträgen aus den im Rahmen der Verwertung erzielten Mitteln aus.

(a) Rendite bei vollständiger und dauerhafter Beibehaltung im Eigentum

Die Beibehaltung der Beteiligung am weißen Bereich kann als neue Investitionsentscheidung in den weißen Bereich interpretiert werden, da der dann entgangene Veräußerungserlös quasi das Neuinvestment verkörpert (Opportunitätskosten). Im Zuge der Ermittlung des Unternehmenswertes des Konglomerats nach dem Discounted-Cashflow-(DCF-)Verfahren haben wir die risikoadäquate Eigentümerrenditeforderung (risikoloser Zins plus Risikoprämie) als Bestandteil des Diskontierungszinsfußes mit Werten zwischen 11,8% und 12,9% nach Steuern auf Unternehmensebene, jedoch vor Steuern auf Anteilseignerebene bestimmt. Unter der Prämisse einer Gewerbe- und Körperschaftsteuerpflicht der gewählten Anteilseignerkonstruktion sowie der Annahme einer Beteiligungsquote am weißen Bereich von über 10% sind auf dieser Ebene noch einmal 5% der vereinnahmten Dividenden (und

ggf. auch der durch Anteilsveräußerungen realisierten Veräußerungsgewinne) steuerpflichtig. Bei einer typisierten GewSt- und KSt-Belastung von insgesamt 40% würden damit auf Beteiligungserträge in Höhe von 100 GE auf Anteilseignerebene noch einmal 2 GE an ertragsteuerlichen Abzügen anfallen, was bzgl. der erzielbaren Rendite lediglich eine Reduktion um 0,2% bis 0,3% bedeutet. Auf die gedankliche Neuinvestition würde der Eigentümer des weißen Bereiches daher eine Rendite von ca. 11,5%-12,5 % erzielen.

(b) Rendite bei vollständiger Veräußerung

Die Rendite hängt ab von der Art der Anlage der Veräußerungserlöse. Wir gehen hierbei von einer Finanzanlage aus und unterscheiden (ba) eine risikolose Anlage und (bb) eine Anlage mit vergleichbarem Risiko:

(ba) Als risikolose Finanzanlage kann der Erwerb von Anleihen der öffentlichen Hand gelten.

Diese rentierten im Dezember 2006 mit 3,8% (durchschnittliche Umlaufrendite gemäß Deutsche Bundesbank). Unter der Annahme einer Gewerbe- und Körperschaftsteuerpflicht des Anteilseigners unterliegen die entsprechenden Zinserträge voll der Gewerbe- und Körperschaftsteuer, woraus eine Belastung in der Größenordnung von 40% (typisiert unter der Annahme eines gewerbesteuerlichen Hebesatzes von 500%) resultiert. Die nach Steuern erzielbare Rendite würde sich damit auf rd. 2,3% vermindern.

(bb) Die Rendite einer Anlage mit zum weißen Bereich der RAG vergleichbarem **systematischen** Risiko entspricht der oben abgeleiteten Rendite bei vollständiger und dauerhafter Beibehaltung im Eigentum. Sie beträgt somit aus Sicht des Anteilseigners zwischen 11,5% und 12,5%.

Die Anlage in einem **durchschnittlichen** Aktienportfolio würde auf Basis der Prämissen, wie sie der Ableitung des objektivierten Unternehmenswertes des weißen Bereichs entsprechen, demgegenüber lediglich eine Rendite (nach Unternehmenssteuern) in Höhe von 8,5% erwarten lassen. Hierin zeigt sich das überproportionale Risiko des weißen Bereichs, insbesondere aufgrund des vergleichsweise hohen finanziellen Risikos infolge des überwiegend fremdfinanzierten Anteilserwerbs der Degussa. Unter der Annahme einer

Gewerbe- und Körperschaftsteuerpflicht des Anteiligners würden auch hier – analog zu Fall (a) – rund 2% der Dividenderträge oder der Veräußerungsgewinne aus der Realisierung von Kursgewinnen als Ertragsteuern abfließen, so dass Vor- und Nachsteuerrendite kaum differieren würden.