

Hamburg, 14. Mai 2013
- 21973/H -

**Dyckerhoff Aktiengesellschaft,
Wiesbaden**

Bericht über die Prüfung der
Angemessenheit der Barabfindung der
Minderheitsaktionäre
gemäß § 327c Abs. 2 AktG

Inhaltsverzeichnis Prüfungsbericht

	Seite
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 327c AktG	4
C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	8
I. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG	8
1. Vorbemerkungen	8
2. Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode	8
3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	12
II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen und Ergebnis der Prüfung	12
III. Festgelegte Barabfindung	13
D. Schlussbemerkung	15

Anlage 1: Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

	Seite
I. Bewertungsverfahren	1
II. Bewertungsobjekt	1
III. Rechtliche Grundlagen	2
IV. Wirtschaftliche Grundlagen	3
V. Ableitung der zu diskontierenden Ergebnisse	5
1. Vergangenheitsanalyse und Bereinigungen	5
2. Grundlagen der Planungsrechnung und Planungsprozess	13
3. Planungsrechnung der Dyckerhoff	15
4. Überleitung auf das Ergebnis nach Ertragsteuern und Minderheiten	30
5. Ewige Rente	36
6. Ausschüttungsquote	39
7. Persönliche Steuern	40
VI. Kapitalisierungszinssatz	41
1. Basiszinssatz	42
2. Marktrisikoprämie	43

3. Beta-Faktor.....	45
4. Wachstumsabschlag	51
5. Zusammenfassende Darstellung des Kapitalisierungszinssatzes.....	52
VII. Ertragswert	53
VIII. Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag.....	53
IX. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	53
X. Unternehmenswert und Wert je Aktie	55
XI. Sensitivitätsanalysen	55
1. Parameter des Kapitalisierungszinssatzes.....	55
2. Länderspezifische Kapitalisierungszinssätze	57
3. Variierung der wesentlichen Prämissen der ewigen Rente	59
XII. Vereinfachte Preisfindungen auf Basis des Multiplikatorverfahrens.....	60
XIII. Börsenwert.....	62
XIV. Zusammenfassendes Ergebnis der Prüfungsfeststellungen	68

Anhang

Anhang

Beschluss des Landgerichts Frankfurt zur Bestellung als Prüfer	1
Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2002	2

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
Akbulak	Siedlung im Verwaltungsbezirk Orenburg, Russland
Akmel	ZAO Akmel, Akbulak, Region Orenburg, Russland
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
Buzzi	Buzzi Unicem S.p.A, Italien
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BvR	Register- bzw. Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
CAGR	Compound annual growth rate
CAPM	Capital asset pricing model
CO ₂	Kohlenstoffdioxid
CRP	Country risk premium
DCF-Verfahren	Discounted-Cashflow-Verfahren
DYAGZB	Dyckerhoff Aktiengesellschaft Zentralbereich, Wiesbaden
Dyckerhoff / Gesellschaft	Dyckerhoff Aktiengesellschaft, Wiesbaden
EAV	Ergebnisabführungsvertrag
EBIT	Earnings before income and taxes
EBITDA	Earnings before income, taxes, depreciation and amortisation
EBT	Earnings before taxes
EK	Eigenkapital
EStG	Einkommensteuergesetz
EV	Enterprise Value
EY / Bewertungsgutachterin	Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart

FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW
FC	Forecast
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HFA	Hauptfachausschuss beim Institut der Wirtschaftsprüfer
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
i.d.F.	in der Fassung
i.H.v.	in Höhe von
i.S.d.	im Sinne der
i.V.m	in Verbindung mit
IAS	International Accounting Standards
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S 1	Standard S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" in der Fassung vom 2. April 2008
IFRS	International Financial Reporting Standards
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
m ³	Kubikmeter
Mio.	Million(en)
Oglesby	Werk in der US-amerikanischen Stadt Oglesby, Illinois
pers.	persönlichen
PwC	PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt/Main
SolZ	Solidaritätszuschlag
S.p.A	Società per azioni (italienische Form der Aktiengesellschaft)
Suchoi	OAO Sukholozhskcement, Suchoi Log, Russland
t	Tonne/n
Tax-CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model
Tz.	Textziffer
Volyn	PAT Volyn-Cement, Zdolbuniv, Ukraine
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

Dyckerhoff Aktiengesellschaft, Wiesbaden,

- nachstehend als „Dyckerhoff“ bzw. „Gesellschaft“ bezeichnet -

beabsichtigt, auf ihrer Hauptversammlung am 12. Juli 2013 einen Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Dyckerhoff auf deren Hauptaktionärin, Buzzi Unicem S.p.A (im Folgenden „Buzzi“), gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeizuführen.

Mit Beschluss vom 18. Februar 2013 (AktZ 3-05 O 48/13) hat das Landgericht Frankfurt uns auf Antrag der Hauptaktionärin zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 und 3 AktG bestellt („Bestellung“; vgl. Beschluss in Anhang 1).

Unsere Prüfung ist darauf ausgerichtet, die Angemessenheit der Barabfindung für die Minderheitsaktionäre zu beurteilen.

Die Hauptaktionärin wurde bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung von der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart (im Folgenden „EY“ oder „Bewertungsgutachterin“) unterstützt, die im Auftrag der Buzzi den Unternehmenswert von Dyckerhoff ermittelt hat.

Die Prüfung haben wir mit Unterbrechungen in den Monaten März bis Mai 2013 in den Räumen von Dyckerhoff sowie in unserem Büro in Hamburg durchgeführt.

Zur Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen (ggf. als Kopie) vorgelegen:

- Entwurf des Übertragungsbeschlusses
- Übertragungsbericht der Hauptaktionärin in der Fassung vom 10. Mai 2013
- Handelsregisterauszug vom 6. Februar 2013

- Satzung der Dyckerhoff AG in der Fassung vom 10. Mai 2011
- Geprüfte und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Konzernabschlüsse von Dyckerhoff nach IFRS für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012
- Prüfungsberichte zu den testierten Konzernabschlüssen nach IFRS von Dyckerhoff für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012
- Prüfungsberichte zu den testierten Jahresabschlüssen von Dyckerhoff nach HGB für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012
- Prüfungsberichte zu den testierten Jahresabschlüssen der wesentlichen Konzerngesellschaften nach den gültigen nationalen Rechnungslegungsvorschriften für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 sowie sofern bereits verfügbar für das Geschäftsjahr 2012
- Planungshandbücher und -prämissen der wesentlichen rechtlichen Einheiten
- Detaillierte Unternehmensplanung von Dyckerhoff nach IFRS für die Geschäftsjahre 2013 und 2014 sowie Planfortschreibung für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017 auf Konzern-, Geschäftsbereichs- und Segmentebene
- Informationen zum Forecast I der Unternehmensplanung (Stand April 2013)
- Plan-Bilanzen nach IFRS für die Jahre 2013 und 2014 auf Konzernebene
- Informationen über einmalige Ergebniseffekte in den Geschäftsjahren 2010 bis 2012
- Versicherungsmathematische Gutachten zur Bewertung der Pensionszusagen von Dyckerhoff zum 31. Dezember 2012 nach IAS 19 für Deutschland, Luxemburg, die Niederlande und die USA
- Sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen
- Ermittlung des gewichteten inländischen Börsenpreises der Dyckerhoff Stamm- und Vorzugsaktien gemäß Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für den dreimonatigen Zeitraum vor dem 8. Februar 2013

Bei der Auftragsdurchführung haben wir in sinngemäßer Anwendung die Stellungnahme HFA 6/1988 "Zur Verschmelzungsprüfung nach § 340b Abs. 4 AktG (a.F.);" berücksichtigt, die nach herrschender Meinung auch für die Angemessenheitsprüfung nach § 327c AktG i.V.m. §293e AktG anwendbar ist, und den Standard S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in

Deutschland e.V. "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" in der Fassung vom 2. April 2008 (nachstehend als „IDW S 1“ bezeichnet) beachtet.

Die von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns vom Vorstand von Dyckerhoff sowie den von ihm benannten Personen bereitwillig erteilt. Wir haben im Rahmen unserer Prüfung neben den uns übergebenen Unterlagen auch auf die uns in Besprechungen gegebenen mündlichen Auskünfte des Vorstands und weiterer mit der Planung betrauter Mitarbeiter von Dyckerhoff und der auf Seiten von EY mit der Bewertung betrauten Mitarbeiter sowie auf öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Markt- und Brancheninformationen sowie Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns vor allem auf die vom Finanzinformationsdienstleister Bloomberg L.P., New York, gelieferten Daten gestützt.

Die Vollständigkeit und Richtigkeit der erteilten Auskünfte und der vorgelegten Unterlagen wurden uns in einer Vollständigkeitserklärung des Vorstands von Dyckerhoff bestätigt.

Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch EY aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Prüfungen üblich und durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Soweit zunächst divergierende Auffassungen bestanden, konnten diese diskutiert und noch vor endgültiger Erstellung des Bewertungsgutachtens geklärt werden.

Für die Durchführung unseres Auftrages und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die als Anhang 2 beigefügten „Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ in der Fassung vom 1. Januar 2002 sowie die gesetzliche Haftungsbeschränkung nach §§ 327c Abs. 2 Satz 4 und 293d Abs. 2 Satz 2 AktG i.V.m. § 323 Abs. 2 HGB.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 327c AktG

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung. Bewertungsgegenstand ist dabei Dyckerhoff zum Zeitpunkt der beschließenden Hauptversammlung am 12. Juli 2013.

Daher haben wir geprüft, ob die von Buzzi festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere des Vorliegens der Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien und ihre steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

Gemäß § 327c Abs. 2 AktG hat die Hauptaktionärin der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Soweit der Bericht die Ermittlung der festgelegten Barabfindung erläutert und begründet, können diese Ausführungen im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit herangezogen werden. Der Bericht der Hauptaktionärin war insoweit für uns eine Informationsquelle, und wir haben die in diesem Bericht enthaltenen Angaben und Erläuterungen zur Ermittlung von Art und Höhe der Barabfindung in unsere Prüfung einbezogen. Der Bericht der Hauptaktionärin war dagegen nicht Gegenstand unserer Prüfung.

Nach § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG ist die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung durch einen vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfer auf Angemessenheit zu prüfen. Als gerichtlich bestellter Abfindungsprüfer haben wir über das Ergebnis unserer Prüfung schriftlich an die Gesellschaft und die Aktionäre zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Bericht ist dabei anzugeben,

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
- nach welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,

- welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt wurden, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Abfindung und der ihr zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

Der Hauptfachausschuss beim Institut der Wirtschaftsprüfer (HFA) hat in einer Stellungnahme zur Verschmelzungsprüfung (6/1988) für die bis zum 31. Dezember 1994 geltenden Regeln des § 340b Abs. 4 AktG (a.F.) wesentliche Grundsätze zur Abgrenzung der Aufgabenstellung zwischen Vorstand und Verschmelzungsprüfer und insbesondere dazu festgelegt, nach welchen Methoden die Angemessenheit zu ermitteln ist. Die in HFA 6/1988 getroffenen Empfehlungen sind nach herrschender Meinung auch für die Abfindungsprüfung gemäß § 327c AktG i.V.m. § 293e AktG anwendbar. Wir legen sie daher neben den im Bestellungsbeschluss des Landgerichts Frankfurt (vgl. Anhang 1) enthaltenen Vorgaben unserer Prüfung zugrunde.

Eine durch den gerichtlich bestellten Prüfer selbständig vorgenommene Unternehmensbewertung zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wurde vom Landgericht Frankfurt nicht vorgegeben und ist auch nach dem HFA 6/1988 grundsätzlich nicht vorgesehen. Dementsprechend kann die Angemessenheit der Barabfindung prinzipiell auf Basis einer Überprüfung der von der Hauptaktionärin durchgeführten Unternehmensbewertung von Dyckerhoff beurteilt werden. Der Prüfer hat dabei die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und inhaltlichen Prämissen zu würdigen. Dabei ist festzustellen, ob die angewendeten Methoden den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensbewertungen gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 entsprechen. Insbesondere ist zu untersuchen, ob die bewertungsrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet und die geplanten Zukunftsergebnisse bei einer zukunftsbezogenen Bewertung plausibel sind. Bei der Ableitung einer angemessenen Barabfindung darf zudem nach höchstrichterlicher Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie nicht unbeachtet bleiben. Zur Prüfung, inwieweit der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, ist die Relevanz des Börsenkurses zu analysieren.

Im Bestellungsbeschluss hat uns das LG Frankfurt zusätzlich aufgetragen, zu den wesentlichen Parametern und Prämissen der Unternehmensbewertung auch Bandbreiten ebenfalls vertretbarer Ausprägungen anzugeben. Wir haben vor diesem Hintergrund Sensitivitätsanalysen bei den wesentlichen Parametern und Prämissen durchgeführt, die die Auswirkungen von Variationen auf den sich ergebenden Ertragswert je Aktie aufzeigen.

Ausgangspunkt unserer Prüfung war eine Reihe von Gesprächen mit Vertretern von Dyckerhoff und EY. In diesen wurden uns die grundsätzliche Planungsmethodik, die wesentlichen Grundlagen und Entwicklungstrends des operativen Geschäfts von Dyckerhoff, Besonderheiten der Vermögens- Finanz- und Ertragslage, die zentralen Prämissen der Planungsrechnung und ihre Begründungen, das Vorgehen bei der Bewertung, die im Zuge der Bewertung durchgeführten Anpassungen der Planungsrechnung und die wesentlichen Bewertungsprämissen erläutert. Wir haben zudem die vollumfänglichen Dokumente zu den Planungsrechnungen der Gesellschaft sowie das Bewertungsmodell von EY erhalten. Die sich daraus ergebenden Fragen wurden uns von Vertretern von Dyckerhoff sowie von EY in weiteren Gesprächen beantwortet.

Den Schwerpunkt unserer Prüfung haben wir unter Berücksichtigung der Vorgaben des Bestellungsbeschlusses des Landgerichts Frankfurt auf die folgenden Punkte gelegt:

- ob die verwendete Bewertungsmethode für die Ermittlung der Barabfindung sachgerecht ist,
- ob die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte gesellschaftseigene Planungsrechnung inklusive der vorgenommenen Anpassungen in angemessener Weise das wirtschaftliche und finanzielle Potenzial des Unternehmens widerspiegelt,
- ob das nachhaltig zu erwartende Ergebnis nachvollziehbar abgeleitet und in Anbetracht der Geschäfts- und Marktentwicklung plausibel ist,
- ob der Kapitalisierungszinssatz unter Einbeziehung seiner Einzelkomponenten fachgerecht und plausibel abgeleitet wurde.

Wir haben die Systematik, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit der Planungsrechnungen auf Basis von Stichproben und Plausibilitätsüberlegungen geprüft und uns von der Plausibilität der Planungsrechnung überzeugt. Weiterhin haben wir geprüft, ob die durch den Bewertungsgutachter aus bewertungstechnischen Gründen vorgenommenen Anpassungen der Planungsrechnung in nachvollziehbarer und begründeter Weise durchgeführt wurden. Dabei haben wir sowohl eigene Analysen und Berechnungen als auch Sensitivitätsanalysen durchgeführt.

Die wesentlichen Ergebnisse unserer Analysen sowie der Diskussionen mit der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin sind in Anlage 1, die integraler Bestandteil unseres Prüfungsberichts ist, unter den Prüfungsfeststellungen im Einzelnen erläutert. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir über die Darstellungen in Anlage 1 hinaus im Einzelnen in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

I. Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG

1. Vorbemerkungen

Gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin anlässlich der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre eine angemessene Barabfindung festzulegen. Die Festlegung der Barabfindung erfolgte auf Basis der Bewertung von Dyckerhoff durch die Bewertungsgutachterin. Die Ergebnisse der Bewertung sind im Bericht über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Dyckerhoff dargestellt.

2. Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode

Nach § 327b Abs. 1 AktG muss die angemessene Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Aktienübertragung berücksichtigen. Daher ist im vorliegenden Fall der 12. Juli 2013 als geplanter Termin der Hauptversammlung als Bewertungsstichtag zugrunde gelegt worden. Angemessen ist eine Abfindung zum vollen Wert des Anteils am Unternehmen. Der Ausscheidende soll das erhalten, was seine gesellschaftliche Beteiligung am inneren Wert des Unternehmens in seiner Gesamtheit wert ist (BVerfGE 14, 263, 284 vom 7. August 1962 sowie BVerfGE 100, 289ff. vom 27. April 1999).

Die bei der Bewertung zugrunde gelegte Methodik ist vom Prüfer auf Geeignetheit zur Festlegung einer angemessenen Barabfindung zu überprüfen. Da im § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG keine maßgebliche Bewertungsmethode enthalten ist und auch sonst keine rechtlich vorgeschriebene Methode für die Bewertung von Unternehmen besteht, ist zu untersuchen, ob die verwendete Bewertungsmethodik grundsätzlich den aus der Betriebswirtschaftslehre und dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer als richtig anerkannten und auch von der Rechtsprechung akzeptierten Bewertungsregeln entspricht.

Die in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung heute als gesichert geltenden Bewertungsgrundsätze und -methoden sind in der Literatur und in der Verlautbarung des IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ vom 2. April 2008 (im Folgenden „IDW S 1“) niedergelegt worden.

Gemäß IDW S 1 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens danach als Barwert der zukünftig erwarteten ausschüttungsfähigen Überschüsse, wobei die Unternehmenssubstanz erhalten bleiben muss (**Ertragswertverfahren**). Dem Wert des betriebsnotwendigen Vermögens ist der Wert eines ggf. vorhandenen nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzufügen. Als dem Ertragswertverfahren gleichgestellte Alternative kann nach den Regelungen des IDW S 1 auch ein **Discounted-Cashflow (DCF)-Verfahren** zum Einsatz kommen. DCF-Verfahren basieren als ebenfalls zahlungsstrombasierte Methoden der Unternehmensbewertung auf der gleichen theoretischen Grundlage wie das Ertragswertverfahren. In beiden Fällen wird der Barwert zukünftiger finanzieller Überschüsse ermittelt. DCF-Verfahren und Ertragswertverfahren führen daher bei übereinstimmenden Prämissen zum gleichen Ergebnis.

Unter bestimmten Voraussetzungen stellt die Bewertung der zum Bewertungsstichtag vorhandenen betrieblichen Substanz gegenüber der an zukünftigen Zahlungsströmen orientierten Vorgehensweise eines DCF- oder Ertragswertverfahrens ein sachgerechtes Verfahren der Wertermittlung eines Unternehmens dar. In Frage kommen dabei grundsätzlich die Ermittlung eines Substanzwerts und eines Liquidationswerts.

Eine Ermittlung des **Substanzwerts** unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum „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 (dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Leistungserstellung eines Unternehmens und nicht die Erzielung von finanziellen Überschüssen für die Anteilseigner im Vordergrund steht, so z.B. bei Unternehmen der öffentlichen Daseinsvor-

sorge). Im Fall von Dyckerhoff lag kein solcher Ausnahmefall vor. Es ist somit sachgerecht, dass ein Substanzwert von der Bewertungsgutachterin nicht ermittelt wurde.

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung insgesamt als vorteilhafter, die einzelnen Vermögensgegenstände des Unternehmens gesondert zu veräußern, ist die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse, der **Liquidationswert**, als wertbestimmend zu berücksichtigen. Die Bewertungsgutachterin hat auf eine gesonderte detaillierte Ermittlung des Liquidationswerts verzichtet, da überschlägige Betrachtungen, ausgehend vom bilanziellen Konzerneigenkapital unter Berücksichtigung von fiktiven Liquidationskosten (z.B. Abwicklungskosten sowie Abfindungen im Rahmen eines dabei erforderlichen Sozialplans) zeigten, dass der nach dem Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert deutlich oberhalb eines fiktiv ermittelten Liquidationswerts lag. Zudem sind keine anderen Gründe wie z.B. besondere rechtliche Vorgaben für eine tatsächliche Liquidation oder Zerschlagung von Dyckerhoff ersichtlich. Wir haben im Rahmen unserer Prüfung die von EY angestellten Überlegungen für eine fiktive Liquidation nachvollzogen. Auch nach unserer Einschätzung liegt der nach der Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert deutlich höher als ein möglicher Liquidationswert. Wir haben daher auf eine gesonderte Darstellung eines Liquidationswertes im Rahmen unseres Prüfberichts verzichtet.

Bei der Bewertung wurden die im IDW S 1 i.d.F. 2008 enthaltenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen beachtet. Dementsprechend wurde die Ermittlung des Unternehmenswerts von Dyckerhoff vorliegend nach der im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertmethode durchgeführt. Da das Ertragswertverfahren in der betriebswirtschaftlichen Literatur, der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis als maßgebliches Verfahren zur Bewertung von Unternehmen anerkannt ist und bei Dyckerhoff kein Sonderfall vorliegt, der die Anwendung eines substanzorientierten Bewertungsverfahrens nahelegt, halten wir das gewählte methodische Vorgehen für sachgerecht.

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss vom 27. April 1999, BVerfGE 100, 289ff.) darf die volle Entschädigung für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags oder im Fall

einer Eingliederung nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen, welcher bei börsennotierten Unternehmen unter Berücksichtigung des **Börsenkurses** zu ermitteln ist. Angesichts der Vergleichbarkeit der Regelungen des § 327b Abs. 1 AktG mit denen des § 305 Abs. 3 AktG wird die Rechtsprechung des BVerfG auf die Rechtsprechung zur Bemessung der Barabfindung im Fall der auszuschließenden Minderheitsaktionäre gemäß § 327a AktG übertragen.

Der Börsenkurs ist damit jedoch nicht allein maßgeblich. So ist der innere Wert der betreffenden Gesellschaft maßgeblich, wenn er oberhalb des Börsenkurses liegt. Entsprechend ist parallel zur Ermittlung des Börsenkurses der Wert des Unternehmens durch eine Unternehmensbewertung zu bestimmen. Zudem kann der Börsenkurs in Ausnahmefällen unabhängig von seiner Höhe unbeachtlich sein, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt werden und/oder der Börsenkurs durch manipulative Eingriffe in den Aktienhandel bzw. die Kursbildung verzerrt ist. In beiden Fällen spiegelt der Börsenkurs nicht den Verkehrswert der Aktie wider.

Die Aktien von Dyckerhoff sind börsennotiert. Die Hauptaktionärin hat daher Untersuchungen angestellt um festzustellen, ob der Börsenkurs von Dyckerhoff für die Bemessung der Barabfindung maßgeblich ist. Bezüglich der Ergebnisse unserer Prüfung zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses verweisen wir auf Abschnitt XIII der Prüfungsfeststellungen im Einzelnen dieses Berichts.

Vom herrschenden Unternehmen tatsächlich gezahlte Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft (**Vorerwerbspreise**) werden nach höchstrichterlicher Rechtsprechung bei der Bewertung des Unternehmens nicht berücksichtigt. Sie können allerdings bei gegebener Zeitnähe eine Orientierungsgröße zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten darstellen, wobei Spezifika der Vorerwerbe wie z.B. etwaige Paket- oder strategische Zuschläge, wenn mittels eines Erwerbs aktienrechtlich bedeutsame Schwellenwerte überschritten werden konnten, zu berücksichtigen sind. Im Rahmen unserer Untersuchungen und Analysen zeigte der im November 2012 erfolgte Erwerb eines Aktienpakets durch Buzzi keine unplausible Differenz zu der festgelegten Barabfindung.

3. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund der von uns vorgenommenen Überprüfungen der Bewertungsergebnisse der von der Hauptaktionärin mit Unterstützung von EY erstellten Unternehmensbewertung von Dyckerhoff und unseren eigenen Analysen und Berechnungen zu den wesentlichen Prämissen und Parametern der Bewertung, der Ableitung eines durchschnittlichen Börsenkurses und nach Durchsicht des Übertragungsberichtes stellen wir fest, dass im Rahmen unserer Prüfung keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG bei der Bewertung von Dyckerhoff aufgetreten sind.

II. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen und Ergebnis der Prüfung

Die Feststellungen und Ergebnisse unserer nach berufsüblichen Grundsätzen durchgeführten Prüfung sind in der Anlage 1 „Prüfungsfeststellungen im Einzelnen“ dargestellt, die Bestandteil dieses Prüfungsberichts sind.

Der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Unternehmenswert je Aktie bezogen auf die Gesamtanzahl der Stamm- und Vorzugsaktien beträgt € 47,16 und wurde als Barabfindung von der Hauptaktionärin festgesetzt. Die Barabfindung basiert auf dem von der Bewertungsgutachterin nach IDW S 1 ermittelten objektivierten Unternehmenswert von Dyckerhoff zum Bewertungsstichtag 12. Juli 2013 in Höhe von € 1.946 Mio.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir Analysen und eigene Berechnungen zur Plausibilisierung der Ansätze und Prämissen der Bewertung vorgenommen. Diese haben ein sachgerechtes und angemessenes Vorgehen der Bewertungsgutachterin bestätigt. Soweit wir für einzelne Bewertungsprämissen eine abweichende Sichtweise für vertretbar halten, wurden von uns auf Basis von eigenständigen Berechnungen die Auswirkungen auf den Unternehmenswert von Dyckerhoff ermittelt.

Durch Anwendung des Multiplikatorverfahrens als alternative Bewertungsmethode haben wir überprüft, inwiefern die hierbei ermittelten Werte bei der Bemessung der Barabfindung zu berücksichtigen wären.

Im Ergebnis ist festzustellen, dass die von uns ermittelten Alternativwerte die festgelegte Barabfindung insgesamt nicht in Frage stellen können.

III. Festgelegte Barabfindung

Die festgelegte Barabfindung gestaltet sich damit wie folgt:

Dyckerhoff Konzern	
Festgelegte Barabfindung	
Grundkapital in €	105.639.816
Anzahl der Stamm- und Vorzugsaktien	41.265.553
Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag in Mio. €	1.946,0
Ertragswert je Aktie in €	47,16
Festgelegte Abfindung je Aktie in €	47,16

Angesichts der oben dargestellten Ableitung des Unternehmenswerts halten wir die festgelegte Abfindung je Aktie auf Basis unserer in Anlage 1 dargelegten Prüfungsfeststellungen zum heutigen Zeitpunkt für angemessen.

Nach § 327b Abs. 1 AktG muss die festgelegte Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Sollten sich daher in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung (14. Mai 2013) und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung von Dyckerhoff am 12. Juli 2013 über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung von Dyckerhoff ergeben, die zu

einer Erhöhung des Unternehmenswerts je Aktie über die festgelegte Barabfindung hinaus führen würden, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

D. Schlussbemerkung

Nach dem abschließenden Ergebnis unserer pflichtmäßigen Prüfung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG auf Basis der uns vorgelegten Urkunden, Bücher und Schriften sowie der uns gegebenen Auskünfte und Nachweise ist die von Dyckerhoff festgelegte Barabfindung angemessen. Die Ermittlung des Unternehmenswerts wurde nach dem Ertragswertverfahren durchgeführt. Das Ertragswertverfahren ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt und auch von der Rechtsprechung akzeptiert. Unsere Prüfungsfeststellungen im Einzelnen dazu sind in der Anlage 1 dargelegt. Besondere Schwierigkeiten im Sinne von § 293e AktG haben sich nicht ergeben.

Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß § 327c Abs. 2 AktG i.V.m. § 293e AktG wie folgt:

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Dyckerhoff Aktiengesellschaft, Wiesbaden, in Höhe von € 47,16 je Aktie angemessen.

Hamburg, 14. Mai 2013

- 21973/H -

RBS RoeverBroennerSusat GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft



Dr. Schlüter
Wirtschaftsprüfer



Zickmann
Wirtschaftsprüfer



21973/H

Anlage 1: Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

I. Bewertungsverfahren

Die Ermittlung des Unternehmenswerts wurde nach der im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertmethode durchgeführt. Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich danach als Barwert der erwarteten zukünftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner zuzüglich des Werts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Dabei werden auch die Einflüsse der Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht, auf die Überschüsse und den inneren Wert des bewerteten Unternehmens berücksichtigt. Die Anwendung dieser Methode ist sachgerecht, da es sich um eine nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannte Methode handelt, die sich auch in der Rechtsprechung zur üblichen Praxis entwickelt hat. Die Ertragswertmethode ist bei der Ermittlung der Barabfindung sachgerecht angewandt worden.

II. Bewertungsobjekt

Bewertungsobjekt ist der Dyckerhoff Konzern unter Einbeziehung aller verbundenen Unternehmen bzw. Beteiligungen und unter Berücksichtigung der vorhandenen Minderheitsanteile an Gesellschaften des Konzerns. Der Ertragswert von Dyckerhoff wurde dabei auf Basis der Konzernplanungsrechnung ermittelt.

Die Beteiligung an der RC Lonestar mit 48,5% wird als Gemeinschaftsunternehmen bilanziert und wurde im Wege der Quotenkonsolidierung in die Konzernplanung einbezogen. Nach IFRS 11 ist die Einbeziehung von Gemeinschaftsunternehmen im Rahmen der Quotenkonsolidierung ab dem Jahr 2014 nicht mehr zulässig. Stattdessen ist die Konsolidierung nach der At-Equity-Methode durchzuführen. Die Planungsrechnung unterstellt für die Jahre 2013 ff. noch die Anwendbarkeit der Quotenkonsolidierung über das Jahr 2014 hinaus, um eine konsistente Überleitbarkeit von relevanten Finanzkennzahlen aus der Vergangenheit in

die Planjahre zu gewährleisten. Auf diese Weise erhöht sich die Nachvollziehbarkeit der in der Planungsrechnung abgebildeten Entwicklung des US-Geschäfts von Dyckerhoff. Wir weisen darauf hin, dass die alternative Anwendung der Equity-Methode zu keiner Veränderung des Ertragswertes führen würde, so dass das für Zwecke der Planung und Unternehmensbewertung gewählte Vorgehen einer Fortführung der Methode der Quotenkonsolidierung als sachgerecht einzustufen ist.

III. Rechtliche Grundlagen

Die Dyckerhoff AG hat ihren Sitz in Wiesbaden (Deutschland) und ist in das Handelsregister des Amtsgerichts Wiesbaden unter HRB 2035 eingetragen. Die Satzung in der derzeit gültigen Fassung datiert vom 10. Mai 2011. Das Geschäftsjahr von Dyckerhoff entspricht dem Kalenderjahr.

Das Grundkapital der Dyckerhoff AG beträgt zum 31.12.2012 € 105.639.815,68 und ist eingeteilt in 20.667.554 nennbetragslose auf den Inhaber lautende Stammaktien (50,08%) und 20.597.999 nennbetragslose auf den Inhaber lautende Vorzugsaktien ohne Stimmrecht (49,92%). Bei den Stammaktien gewährt jede Aktie eine Stimme. Beschränkungen, die die Übertragung von Aktien betreffen, sind nicht bekannt.

Die Inhaber stimmrechtsloser Vorzugsaktien erhalten aus dem zur Verteilung gelangenden Gewinn vorweg einen Vorzugsgewinnanteil von je € 0,13. Nach Ausschüttung eines Gewinnanteils von € 0,13 je Stück Stammaktie erhalten sie von einem weiteren zur Ausschüttung gelangenden Gewinn in gleicher Weise wie die Stammaktien einen dem Verhältnis des auf die Aktien entfallenden anteiligen Betrags des Grundkapitals entsprechenden Anteil. Gelangt in einem Geschäftsjahr der Vorzugsgewinnanteil von € 0,13 je Aktie nicht zur Ausschüttung, so ist dieser Betrag ohne Zinsen aus dem Bilanzgewinn nachfolgender Geschäftsjahre vorweg auszuzahlen; hierbei sind zuerst die ältesten Rückstände nachzuzahlen. Zum 31. Dezember 2012 bestanden keine derartigen Nachzahlungsverpflichtungen. Zudem blieb der

Dividendenvorzug der Vorzugsaktien in den letzten Jahren ohne Auswirkung, da die Ausschüttungen je Aktie stets oberhalb von €0,13 lagen.

Die Analyse der Stamm- und Vorzugsaktien durch EY führte zu dem Ergebnis, dass die beiden Aktiengattungen der Dyckerhoff AG vor dem Hintergrund der historischen Ausschüttungspolitik keine werterhöhenden oder -reduzierenden Faktoren relativ zur jeweils anderen Gattung aufweisen und der im Rahmen des Squeeze-out nach IDW S 1 ermittelte Unternehmenswert somit gleichwertig auf die beiden Aktiengattungen (Stämme und Vorzüge) sachgerechter Weise aufzuteilen ist. Auch die Analyse der Kursentwicklungen von Stämmen und Vorzügen zeigt insofern ein uneinheitliches Bild, da zeitweise die Stammaktien höher notierten als die Vorzugsaktien und vice versa. Vor diesem Hintergrund erscheint uns der Verzicht auf eine Differenzierung der Bewertung von Vorzugs- und Stammaktien von Dyckerhoff im Rahmen der Bewertung durch EY sachgerecht.

Zum 31. Dezember 2012 hielt die Fimedi S.p.A. indirekt über ihr Tochterunternehmen Buzzi Unicem S.p.A. 98,08% (2011: 97,98%) der Stammaktien sowie 95,20% (2011: 88,66%) der Vorzugsaktien und damit 96,64% (2011: 93,33%) der Anteile am Grundkapital der Dyckerhoff AG.

IV. Wirtschaftliche Grundlagen

Dyckerhoff ist ein internationaler Hersteller von Zement und Beton innerhalb der italienischen Buzzi Unicem Gruppe. Zusammen mit ihren Tochterunternehmen in Kontinentaleuropa und den USA gehört sie zu den europaweit führenden Produzenten und Anbietern von Zement, Transportbeton und Zuschlagstoffen.

Produktbereiche

Die Markttätigkeit im Produktbereich Zement betrifft die Herstellung und den Vertrieb von Grau-, Weiß- und Spezialzementen sowie Zemente und Dienstleistungen für den Spezialtiefbau. Für den Produktbereich Beton fertigt Dyckerhoff kundenorientierte und qualitativ hoch-

wertige Lösungen von Transportbeton mit unterschiedlichen bauphysikalischen Eigenschaften.

Geschäftsbereiche und Berichtssegmente

Das operative Kerngeschäft ist in die drei regional geprägten Geschäftsbereiche Deutschland/Westeuropa, Osteuropa und USA zusammengefasst und bezieht sich auf acht länderspezifische Berichtssegmente. Der Geschäftsbereich Deutschland/Westeuropa umfasst neben dem Heimatmarkt Deutschland die Segmente Luxemburg und die Niederlande. Mit einem Anteil am Gesamtumsatz der Dyckerhoff Gruppe von rd. 48% im Jahr 2012 stellt der Geschäftsbereich den mengen- und umsatzbezogen aktuell wichtigsten Absatzmarkt dar. Zu dem Geschäftsbereich Osteuropa gehören die Aktivitäten in den Segmenten Polen, Tschechische Republik/Slowakei, Russland und Ukraine. Im Geschäftsjahr 2012 lag der Anteil dieser Länder am konzernweiten Gesamtumsatz bei kumuliert 39%. Die Führung des Geschäftsbereichs USA – ein Gemeinschaftsunternehmen von Dyckerhoff (48,5%) und dem Großaktionär Buzzi Unicem S.p.A. (51,5%) – erfolgt über ein paritätisch besetztes Board. Der US-amerikanische Beitrag zum Gesamtumsatz von Dyckerhoff (auf Basis einer quotalen Einbeziehung in den Konzernabschluss) belief sich im Berichtsjahr 2012 auf 13%.

In den Segmenten Luxemburg, Russland und USA ist der Konzern ausschließlich mit Zement vertreten, in den Niederlanden nur mit Beton. In den übrigen Ländersegmenten umfasst die Geschäftstätigkeit beide Produktbereiche.

V. Ableitung der zu diskontierenden Ergebnisse

Zur Überprüfung der Plausibilität der abgeleiteten zu diskontierenden Ergebnisse haben wir eine Vergangenheitsanalyse durchgeführt, die den Ausgangspunkt unserer Prüfung darstellt.

1. Vergangenheitsanalyse und Bereinigungen

Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wurde von der Bewertungsgutachterin die historische Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Dyckerhoff analysiert und um einmalige, außerordentliche Effekte bereinigt.

Ertragslage

Einen Überblick über die Ertragslage von Dyckerhoff auf Grundlage der geprüften Konzernabschlüsse für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012 gibt nachfolgende Übersicht:

Dyckerhoff Konzern	Ist	Ist	Ist	CAGR
IFRS Gewinn- und Verlustrechnung (Original)	2010	2011	2012	2010 - 2012
	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	in %
Gesamtleistung	1.416,7	1.599,8	1.623,8	7,1%
<i>i. Vgl. z. Vj.</i>		12,9%	1,5%	
Materialaufwand	-684,0	-766,7	-760,5	5,4%
Personalaufwand	-231,3	-233,0	-245,4	3,0%
Sonstige betriebliche Erträge	55,4	68,7	51,8	-3,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-338,2	-375,5	-385,5	6,8%
EBITDA	218,6	293,3	284,2	14,0%
Abschreibungen	-195,8	-143,4	-166,4	-7,8%
EBIT	22,8	149,9	117,8	127,2%
Beteiligungsergebnis	9,7	1,7	6,9	-15,8%
Zinsergebnis	-58,6	-47,1	-50,5	-7,2%
Sonstiges Finanzergebnis	5,6	-1,7	-5,0	n/a
EBT	-20,5	102,8	69,3	n/a
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	34,7	-29,5	-34,4	n/a
Ergebnis vor EAV	14,2	73,3	34,8	56,6%
<i>Verhältnis zur Gesamtleistung</i>				
Materialaufwand	-48,3%	-47,9%	-46,8%	
Personalaufwand	-16,3%	-14,6%	-15,1%	
Sonstige betriebliche Erträge	3,9%	4,3%	3,2%	
Sonstige betrieblicher Aufwand	-23,9%	-23,5%	-23,7%	
EBITDA	15,4%	18,3%	17,5%	
EBIT	1,6%	9,4%	7,3%	

Bereinigungen

Nachfolgend sind die Bereinigungen zur Ableitung eines normalisierten Ergebnisses vor Steuern dargestellt. Als Grundlage dienten die von Dyckerhoff definierten außerordentlichen Ereignisse der vergangenen drei Jahre 2010 bis 2012 sowie die dazugehörige Kommentierung durch EY. Wir haben auf Basis unserer eigenen Analysen die Bereinigungen noch um die Erträge und Aufwendungen aus CO₂-Emissionsrechten ergänzt, da die Gesellschaft (angesichts der aktuellen Entwicklungen des Marktes für CO₂-Zertifikate sowie der politischen Rahmenbedingungen) zukünftig nicht mit Einnahmen aus dem Verkauf bzw. Aufwendungen aus dem Kauf von CO₂-Zertifikaten plant und somit die Bereinigung dieser historischen Erträge und Aufwendungen zu einem besseren Schätzwert für die nachhaltige Ertragslage führt. Zudem bleibt so die methodische Kongruenz zur Planung gewahrt. Eine zusammenfassende Übersicht der Bereinigungen ist im Folgenden dargestellt:

Dyckerhoff Konzern Bereinigungen	Ist 2010	Ist 2011	Ist 2012
	Mio. €	Mio. €	Mio. €
EBT Original	-20,5	102,8	69,3
Sonstige betriebliche Erträge	-5,9	-9,6	-7,4
<i>davon Gewinne aus Anlagenabgängen</i>	-3,2	-8,1	-6,8
<i>davon Auflösung von Rückstellungen</i>	-1,7	-0,6	-0,3
<i>davon Sonstiges</i>	-1,0	-0,9	-0,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,6	4,2	2,4
<i>davon Bildung von Rückstellungen</i>	0,6	0,3	2,4
<i>davon Sonstiges</i>	15,9	3,9	0,0
Bestandsveränderungen/akt. Eigenleistungen	0,0	0,0	0,2
Sonstige betriebliche Erträge (Konzernbuchung)	0,0	-0,9	0,0
Nachträgliche IAS 19 Anpassung ¹	2,5	0,0	0,0
Sonder-Abschreibungen	75,4	11,5	32,9
Erträge aus CO ₂ - Emissionsrechten	-7,1	-15,8	-1,8
Aufwendungen aus CO ₂ - Emissionsrechten	0,0	5,5	0,0
EBT bereinigt	61,0	97,6	95,5

¹Nur auf Konzernebene bereinigt

Die Bereinigungen der sonstigen betrieblichen Erträge betreffen überwiegend erfolgswirksame Auflösungen von Rückstellungen sowie Erträge aus Anlagenabgängen. Hierzu gehört u.a. der Gewinn aus dem Verkauf eines Verwaltungsgebäudes in Luxemburg im Jahr 2011 in Höhe von € 7,1 Mio. und aus der Veräußerung eines Grundstücks in den USA (€ 3,8 Mio.) sowie Grundstücken in den Niederlanden (€ 1,8 Mio.) im Geschäftsjahr 2012.

In den Bereinigungen der außerordentlichen Aufwendungen für das Geschäftsjahr 2010 sind Aufwendungen im Zusammenhang mit der Kapazitätserweiterung des russischen Werks Suchoi Log in Höhe von € 5,7 Mio. sowie Aufwendungen im Zusammenhang mit der vorübergehenden Stilllegung des US-Werks Oglesby in Höhe von € 4,8 Mio. berücksichtigt. Die zu bereinigenden Aufwendungen in 2011 beziehen sich auf zusätzliche Kosten für Anlagen im Werk Suchoi (€ 3,1 Mio.) sowie auf Aufräumarbeiten im Zusammenhang mit Flutschäden in den USA (€ 0,8 Mio.). Im Jahr 2012 wurde außerdem die Rückstellung für Aufwendungen im Zusammenhang mit dem deutschen Kartellverfahren erhöht (€ 1,0 Mio.) sowie Rückstellungen aufgrund von Restrukturierungsmaßnahmen am Werk Akmel (€ 0,4 Mio.) und aufgrund von Rekultivierungsmaßnahmen in den Niederlanden (€ 0,9 Mio.) gebildet.

Korrespondierend zu den außerordentlichen Aufwendungen werden die Abschreibungen aus der Schließung des Werks Oglesby in 2010 i.H.v. € 73,2 Mio. ebenfalls bereinigt. Die neutralisierten Sonderabschreibungen des Jahres 2011 betreffen Abschreibungen aufgrund zurückgestellter Investitionsprojekte an den Werken Volyn (Ukraine) und Akmel (Russland). Die bereinigten Abschreibungen in 2012 beziehen sich mit € 5,2 Mio. auf einen Goodwill-Impairment aus der Akquisition der vorgenannten Gesellschaft Akmel sowie zu € 20,7 Mio. auf die dazugehörigen Wertberichtigungen des bereits erworbenen, aber nicht mehr nutzbaren Anlagevermögens.

Die Erträge aus CO₂-Emissionen sind den Landesgesellschaften in Deutschland, Luxemburg, Polen und der Tschechischen Republik zuzuordnen, die Aufwendungen aus CO₂-Emissionen im Jahr 2011 sind ausschließlich in Deutschland angefallen.

Bereinigte Ertragslage

Dyckerhoff Konzern IFRS Gewinn- und Verlustrechnung (bereinigt)	Ist 2010 € Mio.	Ist 2011 € Mio.	Ist 2012 € Mio.
Gesamtleistung <i>i. Vgl. z. Vj.</i>	1.416,7	1.599,8	1.624,0
Materialaufwand (bereinigt)	-684,0	-761,2	-760,5
Personalaufwand (bereinigt)	-228,8	-233,0	-245,4
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt)	42,4	42,3	42,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt)	-321,6	-371,2	-383,1
EBITDA (bereinigt)	224,6	276,6	277,6
Abschreibungen	-120,4	-131,9	-133,5
EBIT (bereinigt)	104,3	144,7	144,1
Beteiligungsergebnis	9,7	1,7	6,9
Zinsergebnis	-58,6	-47,1	-50,5
Sonstiges Finanzergebnis	5,6	-1,7	-5,0
EBT (bereinigt)	61,0	97,6	95,5
<i>Verhältnis zur Gesamtleistung</i>			
<i>Materialaufwand (bereinigt)</i>	-48,3%	-47,6%	-46,8%
<i>Personalaufwand (bereinigt)</i>	-16,2%	-14,6%	-15,1%
<i>Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt)</i>	3,0%	2,6%	2,6%
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt)</i>	-22,7%	-23,2%	-23,6%
<i>EBITDA (bereinigt)</i>	15,9%	17,3%	17,1%
<i>EBIT (bereinigt)</i>	7,4%	9,0%	8,9%

Der Umsatz des Geschäftsjahres 2011 profitierte von einem untypisch milden Winter, der nahezu ganzjährige Zement- und Betonabsätze ermöglichte. Insgesamt erhöhte sich der Zementabsatz um rd. 15% gegenüber 2010. Der Transportbetonabsatz konnte im gleichen Jahr um rd. 19% gesteigert werden. Der Konzernumsatz konnte so um € 186,8 Mio. bzw. 13,2% auf € 1,6 Mrd. verbessert werden.

Der Zementabsatz verminderte sich im Geschäftsjahr 2012 um 2,5% auf 15,5 Mio. t, der Transportbetonabsatz ging um 7,6% auf 7,3 Mio. m³ zurück. In 2012 litt der Absatz von Zement und Beton unter einer intensiven Kälteperiode in Mitteleuropa zu Beginn des Jahres sowie unter einem gleichzeitig frühen Wintereinbruch insbesondere in Russland und der Ukraine zum Ende des gleichen Jahres. Mit dem Ende des durch die Fußball-Europameisterschaft getriebenen Bau-Booms ab dem Sommer 2012 mussten zudem im

Segment Polen signifikant rückläufige Absatzmengen hingenommen werden. Der geringeren Nachfrage in Kontinentaleuropa konnte durch eine Zunahme des Absatzes in den USA teilweise entgegengewirkt werden, wo sich die private Nachfrage in der amerikanischen Bauwirtschaft nach mehreren sehr deutlich rezessiven Jahren wieder erholte. Zudem konnte, durch den abgeschlossenen Kapazitätsausbau am russischen Standort Suchoi Log, insbesondere in den Sommermonaten, am dortigen Marktwachstum partizipiert werden.

Die im Jahr 2011 gestiegenen Materialaufwendungen beruhen auf produktionsbedingt erhöhten Output-Mengen sowie auf gestiegenen Energiekosten. Die Materialaufwandsquote konnte dagegen aufgrund von leichten Skaleneffekten verringert werden. Im Geschäftsjahr 2012 konnte der Materialaufwand, bei nahezu konstanter Produktionsmenge und steigenden Preisen für Primärbrennstoffe und Strom, durch den erhöhten Einsatz von Sekundärbrennstoffen und sonstigen Einsparungen leicht um rund €0,8 Mio. verringert werden. Die Materialaufwandsquote verbesserte sich entsprechend auf 46,8% (2011: 47,6%).

Der Anstieg der Personalaufwendungen in 2011 ist im Wesentlichen durch tarifliche Lohn- und Gehaltserhöhungen in Höhe von € 3,9 Mio. bedingt. Dem stand ein Abbau der Beschäftigtenzahl um 173 auf 6.790 Mitarbeiter gegenüber. Die Personalaufwandsquote verringerte sich auf 14,6% (2010: 16,2%), was teilweise auch durch die witterungsbedingt dynamische Umsatzentwicklung begründet war. Die Kostenzunahme beim Personal in 2012 setzt sich aus erneuten Tarifsteigerungen, Wechselkurseffekten sowie erstmalig konsolidierten Gesellschaften zusammen. Die Anzahl der Mitarbeiter zum Stichtag erhöhte sich in 2012 nur geringfügig um 18 Beschäftigte auf 6.808. Die Personalaufwandsquote erhöhte sich aufgrund des stagnierenden Umsatzes in 2012 geringfügig auf 15,1% und liegt somit um 0,5%-Punkte über der Vorjahresquote.

Die bereinigten sonstigen betrieblichen Erträge setzen sich vor allem aus Miet- und Pachterträgen, der Weiterberechnung von Personal- und Sachkosten an Dritte, Erträgen aus Versicherungsleistungen, Erträgen aus Nebengeschäften und sonstigen periodenfremden Erträgen zusammen. Die bereinigten sonstigen betrieblichen Erträge verlaufen im Betrachtungszeitraum relativ stabil.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beinhalten im Wesentlichen Transportkosten (Ausgangsfrachten), Reparaturaufwendungen, Fremdleistungen, Mieten und Pachten sowie Verwaltungsaufwendungen. Die bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen weisen in 2011 einen signifikanten Anstieg aufgrund erhöhter Kosten für Transport und Fremdreparaturen um € 49,7 Mio. bzw. 15,4% auf € 371,2 Mio. auf. Der Anstieg in 2012 ist durch weiter gestiegene Kosten für Fremdreparaturen und die Erhöhung sonstiger Aufwandsposten bedingt.

Das EBIT verringerte sich in 2012 gegenüber 2011 um € 0,6 Mio. bzw. 0,4%. In 2011 konnte das EBIT aufgrund der höheren Umsätze bedingt durch die positiven Wettereinflüsse (milder Winter) gegenüber 2010 um rd. € 40,4 Mio. bzw. 38,8% gesteigert werden. Die (bereinigte) operative Marge konnte von 7,4% in 2010 auf 9,0% in 2011 verbessert werden. Im Berichtsjahr 2012 bleibt diese im Wesentlichen stabil bei 8,9%.

Der Rückgang des Beteiligungsergebnisses in 2011 um € 8,0 Mio. auf € 1,7 Mio. resultiert vor allem aus geringeren Ergebnisbeiträgen aus assoziierten Unternehmen insbesondere in Deutschland (quick-Mix Gruppe), Luxemburg und den USA. Zusätzlich wurde das Ergebnis in 2010 durch die Ergebnisbeiträge der bis Juni 2010 assoziierten Sievert AG & Co. sowie der assoziierten Gesellschaften der Sibio-Gruppe beeinflusst. Dieser Konsolidierungskreiseffekt entfiel in 2011.

Der im Jahr 2010 ausgewiesene Steuerertrag in Höhe von € 34,7 Mio. wurde im Wesentlichen durch die Verminderung latenter Steuerverbindlichkeiten im Zusammenhang mit den außerplanmäßigen Abschreibungen auf das Werk Oglesby, die Reduzierung latenter Steuersätze in den USA, die Erhöhung des Körperschaftsteuerguthabens in Deutschland und die Auflösung von Steuerrückstellungen in den USA verursacht.

Vermögenslage

Die Vermögenslage für den Zeitraum 2010 bis 2012 stellt sich wie folgt dar:

Dyckerhoff Konzern IFRS Bilanz	Ist 2010 Mio.€	Ist 2011 Mio.€	Ist 2012 Mio.€
Immaterielle Vermögenswerte	134,1	133,8	130,5
Sachanlagen	2.303,4	2.213,1	2.139,3
Sonstiges Anlagevermögen	59,5	54,9	57,4
Anlagevermögen	2.497,0	2.401,8	2.327,2
Sonstige langfristige Vermögenswerte	239,2	202,8	163,5
Langfristige Aktiva	2.736,3	2.604,7	2.490,7
Vorräte	197,3	199,3	232,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	117,3	136,9	142,9
Sonstige kurzfristige finanzielle und nicht-finanzielle Vermögenswerte	116,6	126,5	111,7
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	129,9	391,6	220,0
Kurzfristige Aktiva	561,1	854,4	706,6
Zur Veräußerung bestimmte langfristige Vermögenswerte	1,5	17,0	9,5
Aktiva	3.298,8	3.476,0	3.206,9
Eigenkapital	1.642,7	1.691,0	1.645,7
Pensions- und ähnliche Verpflichtungen	250,2	259,1	319,3
Sonstige langfristige Rückstellungen	91,5	90,7	99,0
Latente Steuerschulden	327,4	333,7	321,8
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und aus anderen Finanzierungen	679,7	577,1	434,6
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	23,0	20,8	19,6
Langfristige Verbindlichkeiten	1.371,8	1.281,4	1.194,3
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	23,0	19,9	17,7
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und aus anderen Finanzierungen	38,4	272,8	140,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	95,5	90,7	94,8
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	127,5	120,0	114,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	284,4	503,4	366,9
Passiva	3.298,8	3.476,0	3.206,9

Die Verminderung des Anlagevermögens stammt im Wesentlichen aus Abschreibungen und Abgängen des laufenden Geschäftsjahres, denen keine Zugänge in gleicher Höhe gegenüberstanden.

Der Rückgang bei den sonstigen langfristigen Vermögenswerten ist im Wesentlichen durch die Rückführung und Umgliederung der Ausleihungen an Aktionäre (Darlehensforderung gegen die Buzzi Unicem S.p.A.) begründet.

Der Aufbau der Vorräte im Jahr 2012 um € 32,7 Mio. resultiert aus dem langen Winter, der entsprechend den Absatz verzögerte und die Lagerbestände an Klinker und Zement sowie

Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen füllte. Darüber hinaus stiegen die Vorräte durch den Erwerb von Ersatzteilen.

Die Reduzierung des Eigenkapitals in 2012 geht vorrangig auf die Verbuchung der Verluste aus der Neubewertung der Pensionsverpflichtungen und des korrespondierenden Planvermögens gemäß IAS 19 zurück.

Die Abnahme der langfristigen Schulden im Geschäftsjahr 2012 ist hauptsächlich auf die Umgliederung von langfristigen Verbindlichkeiten entsprechend ihren Fälligkeiten in den kurzfristigen Bereich zurückzuführen. Zusätzlich trugen verminderte latente Steuerschulden sowie negative Wechselkurseffekte zur Verringerung bei.

Die Erhöhung der Pensions- und ähnlichen Verpflichtungen um 23,2% in 2012 resultiert aus dem gegenüber dem Vorjahr niedrigeren verwendeten Diskontierungssatz, der sich aus dem weiter gesunkenen Zinsniveau an den Kapitalmärkten ergibt.

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten erhöhten sich im Berichtsjahr 2011 aufgrund der Umgliederung eines Mezzanine-Darlehens aus den langfristigen Verbindlichkeiten. Das Darlehen wurde in 2012 vollständig getilgt. Bedingt durch die Refinanzierung eines Teilbetrages der Mezzanine-Finanzierung bei Kreditinstituten weisen die kurzfristigen Verbindlichkeiten in 2012 ein höheres Niveau auf als in 2010.

Die Nettoverschuldung (ohne Pensionsverpflichtungen) bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital sank im Geschäftsjahr 2011 auf 15,5%, was im Wesentlichen auf den Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit zurückzuführen ist. Im Berichtsjahr 2012 konnte die Nettoverschuldung weiter auf rd. € 216,6 Mio. gesenkt werden, ebenfalls hauptsächlich durch den Mittelzufluss aus der betrieblichen Tätigkeit. Auf Basis des bilanziellen Eigenkapitals ergibt sich für 2012 eine Verschuldungsquote (Gearing) von 13,2% (2011: 15,5%).

2. Grundlagen der Planungsrechnung und Planungsprozess

Der Ertragswert wurde aus den Zukunftserträgen auf Basis der so genannten „Phasenmethode“ ermittelt. Wir haben uns davon überzeugt, dass diese Methode sachgerecht angewandt wurde. Dabei umfasst Phase I einen Detailplanungszeitraum von fünf Jahren vom ersten Planjahr 2013 bis zum letzten Planjahr 2017. Das nachhaltig entziehbare Ergebnis (Phase II ab 2018) wurde unter Berücksichtigung der Ertrags- und Bilanzplanung, des analysierten Vergangenheits- sowie des Detailplanungszeitraums abgeleitet. Dabei wurde entsprechend dem IDW S 1 analysiert, welche Aufwands- und Ertragskomponenten als nachhaltig anzusehen sind.

Grundlage ist die von Dyckerhoff im Herbst 2012 nach Maßgabe der IFRS erstellte und vom Aufsichtsrat am 7. Dezember 2012 zur Kenntnis genommene integrierte Konzernplanungsrechnung für die Jahre 2013 bis 2014. Dabei wurde die Ertragsplanung der Jahre 2013 und 2014 für die Jahre 2015 bis 2017 fortgeschrieben. Die Planungsrechnung umfasst eine detaillierte Ertragsplanung auf Ebene der rechtlichen Einheiten, die nachfolgend auf Ebene der strategischen Geschäftsbereiche West, Ost und Zentrale Einheiten konsolidiert werden. Die Geschäftsbereiche werden schließlich unter Einbeziehung der USA zur Konzernplanung konsolidiert.

Der Planungsprozess erfolgt in der Detailplanungsphase 2013 und 2014 im Gegenstromverfahren, das sowohl Top-down- als auch Bottom-up-Elemente enthält. Top-down werden auf Konzernebene allgemeine strukturelle Vorgaben wie bspw. ein systemunterstütztes Planungshandbuch, strategische Vorgaben in Bezug auf Preise und Mengen, die Festlegung des Investitionsbudgets sowie die Bilanz- und Finanzplanung vorgegeben. Die operative Detailplanung der Gewinn- und Verlustrechnung erfolgt unter Berücksichtigung der top-down festgelegten Prämissen bottom-up auf Ebene der Einzelgesellschaften. Grundlage der Planung sind Marktanalysen in den einzelnen Ländern aus verschiedenen Quellen und eigene Annahmen zum Wirtschaftswachstum und dem voraussichtlichen Zementverbrauch unter Berücksichtigung von historischen Erfahrungswerten und aktuell geplanten Infrastrukturmaßnahmen in den betreffenden Ländern. Die sich hieraus ergebende Volumenplanung ist

die Ausgangsbasis der Produktionsplanung, aus der wiederum der Bedarf an Rohstoffen, Brennstoffen, Strom und weiteren Produktionsfaktoren abgeleitet wird.

Die RC Lonestar in den USA erstellt eine eigene Planungsrechnung nach den gleichen Grundsätzen wie Dyckerhoff. Diese werden im Buzzi Konzern einheitlich angewendet und sind Grundlage des internen Reporting-Systems. Der quotale Anteil von 48,5% an der RC Lonestar wird im Zuge der Gesamtkonsolidierung der Konzernplanung auf Ebene von Dyckerhoff berücksichtigt.

Die zugrunde liegenden Wechselkurse basieren grundsätzlich auf aktuellen Erwartungen zum Zeitpunkt der Planungserstellung.

In der Fortschreibungsphase 2015 bis 2017 wird die Planung auf Basis von pauschaleren Annahmen und Kennzahlen vorgenommen. Hierbei werden für die wesentlichen rechtlichen Einheiten Annahmen bezüglich der Preis- und Mengenentwicklung, der Steigerungsraten der Transport- und Materialkosten, sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen und des Personalaufwands getroffen.

Die Bilanz-, Investitions- und die daraus in Verbindung mit der Ertragsplanung abgeleitete Finanzplanung erfolgt zentral auf Konzernebene von Dyckerhoff. Die Planungsrechnung wird im Zuge des laufenden Budgetjahres noch zweimal auf Basis der erzielten Ist-Ergebnisse überprüft und an ggf. geänderte wirtschaftliche Rahmenbedingungen angepasst.

Wir haben durch Gespräche mit Vertretern von Dyckerhoff, durch eigene Analysen und Stichproben die Planungssystematik und deren wesentliche Annahmen und Prämissen nachvollzogen und auf Konsistenz überprüft. Die Planungsdaten wurden von EY fachgerecht und korrekt in das Bewertungsmodell übertragen. Dabei wurden die Planungsdaten bis zum EBIT grundsätzlich unverändert übernommen. Das Finanzergebnis, die Steuern und die Minderheitenanteile wurden sodann innerhalb des integrierten Bewertungsmodells durch EY neu berechnet.

3. Planungsrechnung von Dyckerhoff

Die IFRS-Ertragsplanung für die Jahre 2013 bis 2017 im Vergleich zu den bereinigten Vergangenheitsergebnissen der Jahre 2010 bis 2012 ist nachfolgend aufgeführt:

Dyckerhoff Konzern IFRS Planungsrechnung	Ist 2010	Ist 2011	Ist 2012	Budget 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017
	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.
Gesamtleistung	1.416,7	1.599,8	1.624,0	1.659,6	1.764,5	1.846,1	1.926,7	2.010,5
<i>i. Vgl. z. Vj.</i>		12,9%	1,5%	2,2%	6,3%	4,6%	4,4%	4,3%
Materialaufwand (bereinigt ¹)	-684,0	-761,2	-760,5	-768,6	-822,1	-862,9	-906,5	-952,4
Personalaufwand (bereinigt ¹)	-228,8	-233,0	-245,4	-249,8	-256,6	-263,5	-270,2	-277,2
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt ¹)	42,4	42,3	42,6	25,5	25,6	25,1	26,0	26,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt ¹)	-321,6	-371,2	-383,1	-381,5	-392,6	-401,2	-414,3	-428,2
EBITDA (bereinigt¹)	224,6	276,6	277,6	285,2	318,9	343,5	361,7	379,5
Abschreibungen	-120,4	-131,9	-133,5	-132,7	-131,4	-132,1	-132,4	-132,7
EBIT (bereinigt¹)	104,3	144,7	144,1	152,5	187,5	211,4	229,4	246,8
<i>Verhältnis zur Gesamtleistung</i>								
Materialaufwand (bereinigt ¹)	-48,3%	-47,6%	-46,8%	-46,3%	-46,6%	-46,7%	-47,0%	-47,4%
Personalaufwand (bereinigt ¹)	-16,2%	-14,6%	-15,1%	-15,1%	-14,5%	-14,3%	-14,0%	-13,8%
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt ¹)	3,0%	2,6%	2,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt ¹)	-22,7%	-23,2%	-23,6%	-23,0%	-22,3%	-21,7%	-21,5%	-21,3%
EBITDA (bereinigt ¹)	15,9%	17,3%	17,1%	17,2%	18,1%	18,6%	18,8%	18,9%
EBIT (bereinigt ¹)	7,4%	9,0%	8,9%	9,2%	10,6%	11,5%	11,9%	12,3%

¹ Bereinigungen betreffen den Zeitraum 2010 bis 2012

Die dargestellte Planungsrechnung reflektiert in den Geschäftsbereichen West, Ost und Zentrale Einheiten den Stand der Erkenntnisse zum Zeitpunkt ihrer Erstellung im Herbst 2012 sowie im Geschäftsbereich USA den im Februar 2013 aktualisierten Stand. Die im April 2013 veröffentlichten Ergebnisse für die ersten drei Monate des Jahres 2013 zeigen eine leichte Planunterschreitung. Hintergrund sind deutlich schwächere Umsätze im Geschäftsbereich West und der Ukraine aufgrund des Kälteeinbruchs im März des Jahres 2013 im Geschäftsbereich West, die auch von einem besser als geplanten Geschäftsverlauf in den USA und Russland nicht aufgefangen werden konnten. Unmittelbare Auswirkungen des Forecast 1 des Jahres 2013 auf die Planung 2013 bis 2017 wurden von der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin nicht angenommen.

Im Folgenden fassen wir die wesentlichen Planungsprämissen und Plausibilisierungsüberlegungen auf Ebene der Geschäftsbereiche West, Ost, und USA bis zum EBIT zusammen. Die Bereiche Abschreibungen, Beteiligungsergebnis, Finanzergebnis und Steuern werden im Anschluss daran auf Konzernebene erläutert.

3.1. Geschäftsbereich West

Der Geschäftsbereich West beinhaltet die Länder Deutschland, Luxemburg und die Niederlande. Die Ertragslage des Geschäftsbereiches im Planungs- und Fortschreibungszeitraum von 2013 bis 2017 sowie in den Vergangenheitsjahren 2010 bis 2012 ist nachfolgend zusammenfassend dargestellt:

Dyckerhoff - Geschäftsbereich West IFRS Gewinn- und Verlustrechnung (bereinigt)	Ist	Ist	Ist	Budget	Plan	Plan	Plan	Plan
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.
Gesamtleistung	732,4	822,6	778,1	791,3	817,5	837,9	859,5	883,0
<i>i. Vgl. z. Vj.</i>		12,3%	-5,4%	1,7%	3,3%	2,5%	2,6%	2,7%
Materialaufwand (bereinigt ¹)	-349,9	-382,7	-367,1	-361,6	-369,0	-379,8	-392,2	-406,1
Personalaufwand	-112,3	-117,5	-121,9	-120,6	-122,9	-125,8	-128,4	-131,0
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt ¹)	24,9	23,0	24,7	12,1	12,6	12,2	12,8	13,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt ¹)	-187,3	-219,5	-215,8	-209,2	-210,9	-213,7	-218,9	-224,3
EBITDA (bereinigt¹)	107,9	125,9	98,0	111,9	127,4	130,9	132,9	134,9
<i>Verhältnis zur Gesamtleistung</i>								
Materialaufwand (bereinigt ¹)	-47,8%	-46,5%	-47,2%	-45,7%	-45,1%	-45,3%	-45,6%	-46,0%
Personalaufwand	-15,3%	-14,3%	-15,7%	-15,2%	-15,0%	-15,0%	-14,9%	-14,8%
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt ¹)	3,4%	2,8%	3,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt ¹)	-25,6%	-26,7%	-27,7%	-26,4%	-25,8%	-25,5%	-25,5%	-25,4%
EBITDA (bereinigt ¹)	14,7%	15,3%	12,6%	14,1%	15,6%	15,6%	15,5%	15,3%

¹ Bereinigungen betreffen den Zeitraum 2010 bis 2012

Umsatzerlöse

Die Umsatzerlöse im Geschäftsbereich West steigen in den beiden Detailplanungsjahren 2013 und 2014 zunächst um 2,6% und 3,5% an und im weiteren Verlauf der Fortschreibungsphase zwischen 2,5% und 2,7% pro Jahr. Im Segment Deutschland wird im Jahr 2013 im Zementbereich ein Mengenanstieg von 3,9% erwartet und im Betonbereich ein Rückgang von 10,4%, der auf die planmäßige Beendigung eines Großprojektes (Silberbergtunnel) sowie die Umgliederung des Werks Béton de Ried in das Berichtssegment Luxemburg zurückzuführen ist. Auf Geschäftsbereichsebene gleicht sich dieser Effekt entsprechend aus. Im Jahr 2014 wird sowohl im Zement- als auch im Betonbereich aufgrund der stagnierenden Marktentwicklung und der hohen Wettbewerbsintensität von einer überwiegend konstanten Mengenentwicklung ausgegangen. Das Umsatzwachstum wird im Wesentlichen über Preissteigerungen erzielt, die bereits Ende 2012 angekündigt und angabegemäß von den Kunden überwiegend akzeptiert wurden.

Im Segment Luxemburg (Anteil rund 15%) werden sowohl Mengen- als auch Preissteigerungen erwartet, die zu einer Umsatzsteigerung von 3,0% in 2013 und 6,6% in 2014 führen. Hintergrund sind erhöhte Exporte in die Nachbarländer.

In den Niederlanden ist Dyckerhoff ausschließlich im Betonbereich tätig. Für die Jahre 2013 und 2014 wird vergleichbar zur Entwicklung in Deutschland von nahezu stabilen Mengen ausgegangen. Nach dem im Jahr 2012 erfolgten Preisverfall aufgrund des krisenbedingten Mengeneinbruchs wird ab dem Jahr 2013 eine Erholung des Preisniveaus geplant. Daraus resultiert ein Umsatzzuwachs von 8,9% im Jahr 2013 und 4,2% im Jahr 2014.

Die Umsatzsteigerungen im Fortschreibungszeitraum 2015 bis 2017 werden maßgeblich durch die Mengen- und Preissteigerungen in Deutschland bestimmt. Diese orientieren sich an einer Fortschreibung von Wirtschaftswachstums- und Inflationsraten. Im Bereich Zement wird ein jährlicher Mengenzuwachs von 1,0% erwartet, während die Preissteigerungsraten zwischen 0,5% und 2,0% liegen. Im Bereich Beton überwiegt in Deutschland dagegen der Preiseffekt mit Zuwachsraten von zwischen 1,5% und 2,0% pro Jahr im Vergleich zu 2,0% Mengenwachstum. In Luxemburg wird ab dem Jahr 2015 aufgrund einer sich verschärfenden Wettbewerbssituation am Standort von Dyckerhoff von stagnierenden Absatzmengen und nur geringen Preissteigerungsraten von 1,0% pro Jahr ausgegangen. Die eher verhaltene Entwicklung in Luxemburg wird jedoch durch signifikante Mengen- und Preissteigerungen in den Niederlanden ausgeglichen, die Mengensteigerungen von 3,0% (Beton) bzw. 5,0% (Sand und Kies) und Preissteigerungsraten von 1,0% (Beton) bzw. 2,5% (Sand und Kies) erwarten.

Die geplanten Steigerungsraten im Geschäftsbereich West sind nach unserer Prüfung insgesamt nachvollziehbar und in Übereinstimmung mit den Erwartungen an eine voraussichtliche wirtschaftliche Entwicklung plausibel abgeleitet worden.

Materialaufwand

Die Materialaufwandsquote bezogen auf die Gesamtleistung im Geschäftsbereich West liegt nahezu auf dem gleichen Niveau wie die vergleichbaren Quoten des Gesamtkonzerns. Im

Planungszeitraum wird zunächst ein Rückgang von 47,2% in 2012 auf 45,1% in 2014 erwartet. Hintergrund sind geringere Aufwendungen für Rohstoffe sowie reduzierte Kosten aufgrund einer neuen Bypass-Technologie. Darüber hinaus wird bei den Brennstoffen der Anteil der kostengünstigeren Sekundärbrennstoffe erhöht.

Im Fortschreibungszeitraum wird ein leichter Anstieg der Materialaufwandsquote auf 46,0% im Jahr 2017 erwartet, der im Wesentlichen aus einem inflationsbedingten Kostenanstieg resultiert. Hintergrund ist die Annahme, dass sich die Preissteigerungen insbesondere für Strom und Brennstoffe im Bereich Zement in den drei Ländern nicht vollständig in Form erhöhter Absatzpreise auf die Kunden überwälzen lassen. Diese Entwicklung wird auch nicht durch die Erwartung von unterproportional ansteigenden Materialaufwendungen im Betonbereich kompensiert, da der Betonanteil im Geschäftsbereich West in Bezug auf das Gesamt-EBITDA nur einen untergeordneten Einfluss hat.

Personalaufwand

Der Personalaufwand verringert sich im Jahr 2013 zunächst um 1%, was maßgeblich aus einer Reduzierung des Personalbestands resultiert. Ausgehend von der leichten Steigerung der Gesamtleistung sinkt die Personalaufwandsquote im Geschäftsbereich West entsprechend von 15,7% im Jahr 2012 auf 15,2% in 2013. Im weiteren Planungszeitraum von 2014 bis 2017 steigen die Personalaufwendungen leicht unterproportional zur Gesamtleistung zwischen 1,9% und 2,4%, so dass sich die Personalaufwandsquote weiter auf 14,8% verringert. Die geplanten Personalaufwendungen im Geschäftsbereich West basieren auf einem weitgehend konstanten Personalbestand und einer jährlichen Steigerungsrate auf dem Niveau der erwarteten Inflationsrate. Vor diesem Hintergrund ist der unterproportionale Anstieg der Personalaufwendungen plausibel.

Sonstige betriebliche Erträge

Die sonstigen betrieblichen Erträge umfassen im Wesentlichen Erträge aus der Weiterberechnung von Sach- und Personalkosten an Dritte, Miet- und Pachterträge sowie Erlöse aus sonstiger Handelsware und Nebengeschäften. Der deutliche Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge in der Planung im Vergleich zur Vergangenheit beruht vor allem auf der

Tatsache, dass verschiedene Ertragspositionen, denen Aufwendungen in ähnlicher Höhe oder in anderen Perioden gegenüberstehen, sowohl bei den Erträgen als auch bei den Aufwendungen nicht im Einzelnen geplant werden. Im weiteren Planungszeitraum bleiben die sonstigen betrieblichen Erträge nahezu stabil und weisen ein konstantes Verhältnis zur Gesamtleistung von rd. 1,5% auf.

Sonstige betriebliche Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen im Wesentlichen die Transportkosten, Aufwendungen für Fremdreparaturen und Fremdleistungen sowie Mieten, Pachten und Leasingraten. Im Detailplanungsjahr 2013 sinken die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Wesentlichen durch Einsparungen bei den Fremdleistungen von € 215,8 Mio. auf € 209,2 Mio. Weitere Effekte resultieren dabei aus Positionen, bei denen sowohl sonstige betriebliche Erträge als auch sonstige betriebliche Aufwendungen planungsbedingt niedriger sind, so dass sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Verhältnis zur Gesamtleistung insgesamt von 27,7% auf 26,4% reduzierten. Im Jahr 2014 bleiben die Aufwendungen weitgehend konstant und steigen im Fortschreibungszeitraum leicht unterproportional zur Gesamtleistung auf € 224,3 Mio. in 2017 an. Relativ zur Gesamtleistung gehen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen daher bis auf 25,4% im Jahr 2017 zurück.

EBITDA

Das EBITDA steigt im Detailplanungszeitraum durch moderate Umsatzsteigerungen und geplante Kostendegressionseffekte von € 98,0 Mio. im Jahr 2012 auf € 127,4 Mio. in 2014 an. Im Fortschreibungszeitraum erhöht sich das EBITDA kontinuierlich bis auf € 134,9 Mio. Vor dem Hintergrund der weitgehend proportionalen Kostenentwicklung sinkt die EBITDA-Marge im Fortschreibungszeitraum nur leicht auf 15,3% in 2017.

3.2. Geschäftsbereich Ost

Der Geschäftsbereich Ost beinhaltet die Länder Russland, Ukraine, Polen und die Tschechische Republik/Slowakei. Im Folgenden ist die Ertragsplanung des Geschäftsbereiches inklusive der Fortschreibung von 2015 bis 2017 und der bereinigten Vergangenheitsjahre 2010 bis 2012 dargestellt:

Dyckerhoff - Geschäftsbereich Ost IFRS Gewinn- und Verlustrechnung (bereinigt)	Ist	Ist	Ist	Budget	Plan	Plan	Plan	Plan
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.
Gesamtleistung	493,6	607,8	633,1	660,9	719,4	757,5	798,4	842,5
<i>i. Vgl. z. Vj.</i>		23,1%	4,2%	4,4%	8,9%	5,3%	5,4%	5,5%
Materialaufwand	-252,8	-305,2	-302,3	-321,0	-361,5	-384,2	-409,0	-435,7
Personalaufwand	-56,0	-58,1	-61,4	-64,1	-66,8	-69,5	-72,2	-75,1
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt ¹)	13,3	14,3	12,3	6,7	6,4	6,3	6,7	7,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt ¹)	-91,7	-104,5	-113,2	-117,9	-126,0	-130,5	-137,2	-144,4
EBITDA (bereinigt¹)	106,5	154,4	168,5	164,5	171,6	179,6	186,7	194,3
<i>Verhältnis zur Gesamtleistung</i>								
Materialaufwand	-51,2%	-50,2%	-47,7%	-48,6%	-50,2%	-50,7%	-51,2%	-51,7%
Personalaufwand	-11,3%	-9,6%	-9,7%	-9,7%	-9,3%	-9,2%	-9,0%	-8,9%
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt ¹)	2,7%	2,3%	1,9%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt ¹)	-18,6%	-17,2%	-17,9%	-17,8%	-17,5%	-17,2%	-17,2%	-17,1%
EBITDA (bereinigt ¹)	21,6%	25,4%	26,6%	24,9%	23,8%	23,7%	23,4%	23,1%

¹ Bereinigungen betreffen den Zeitraum 2010 bis 2012

Umsatzerlöse

Die Umsatzerlöse steigen im Detailplanungszeitraum 2013 und 2014 sowie in der Fortschreibung bis 2017 weiterhin mit signifikanten Steigerungsraten zwischen 4,4% und 8,9% pro Jahr. Hintergrund dieser Planung sind vor allem sowohl Mengen- als auch Preissteigerungen im Bereich Zement in den Ländern Russland und Ukraine und im verringerten Maße auch in Polen, während in der Tschechischen Republik/Slowakei im Budgetjahr 2013 zunächst ein weiterer Rückgang und nach einem nahezu konstanten Jahr in 2014 ab 2015 ebenfalls Steigerungsraten im Bereich von 4% erwartet werden. Der Umsatzsprung in 2014 ist im Wesentlichen durch eine erwartete erhöhte Nachfrage in der Ukraine, verbunden mit entsprechenden Mengenausweitungen, begründet, die dort zu einem erheblichen Umsatzanstieg von nahezu 20% im Jahr 2014 führt. Die Umsatzsteigerungen in Russland und der Ukraine beruhen für den Zeitraum 2015 bis 2017 vor allem auf inflationsinduzierten Preiseffekten.

Der Betonabsatz im Geschäftsbereich Ost ist von untergeordneter Bedeutung, da in Russland keine und in der Ukraine nur sehr geringe Mengen Beton hergestellt werden. In Polen und der Tschechischen Republik/Slowakei entspricht die Gesamtplanung im Betonbereich bis 2017 der zurückhaltenden Erwartung an die gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten und anstehenden großen Baumaßnahmen im Infrastrukturbereich in diesen Ländern. Die eingeplanten Steigerungsraten im Betonbereich beruhen vielmehr auf erwarteten Preiserhöhungen.

Wesentlich höhere als die geplanten Mengen im Fortschreibungszeitraum 2015 bis 2017 sind aufgrund von dann nahezu erreichten Kapazitätsgrenzen ohne Erweiterungsinvestitionen nicht mehr realistisch. Dyckerhoff hat derzeit keine Erweiterungsinvestitionen über die Verbesserungen der in der Planung enthaltenen Maßnahmen hinaus geplant. Ursächlich ist der auch in den osteuropäischen Märkten zunehmende Wettbewerb, der einem ansteigenden Mengenangebot aufgrund neu entstehender Kapazitäten folgt und sich erwartungsgemäß in den nächsten Jahren noch verstärken wird. Während der mit der Finanzmarktkrise in den Jahren seit 2009 vor allem in Russland und der Ukraine verbundene erhebliche Einbruch der wirtschaftlichen Entwicklung der Auslöser für Dyckerhoff war, die begonnene Erweiterungsinvestition in Akbulak zu stoppen, ist es die Beobachtung steigender Wettbewerbsintensität gerade auch am Standort Akbulak, die die Unternehmensleitung auskunftsgemäß dazu bewogen haben, das Investitionsvorhaben auch nach Überwindung der Krise vorerst nicht fortzuführen. Vor diesem Hintergrund beruhen die Steigerungsraten im Fortschreibungszeitraum 2015 bis 2017 vor allem auf Preiseffekten und weiteren Mengensteigerungen in der Ukraine.

Die geplanten Steigerungsraten in den osteuropäischen Ländern sind nach unserer Prüfung nachvollziehbar geplant worden und stehen im Einklang mit den verfügbaren Erwartungen an die wirtschaftliche Entwicklung insgesamt und bezogen auf den Baubereich unter Berücksichtigung der für Dyckerhoff maßgeblichen regionalen Besonderheiten. Sie führen allerdings zu einer mittelfristigen Fortsetzung der aktuell sehr hohen Rentabilität der Aktivitäten in den Ländern Russland und Ukraine, was vor dem Hintergrund der steigenden Wettbewerbsintensität zumindest teilweise ambitioniert erscheint. Zudem ist zu beachten, dass mit der Über-

nahme der hohen lokalen Inflationsraten in die Planung der Preissteigerungsraten bei gleichzeitig konstanten Wechselkursen der lokalen Währungen zum Euro eine rein inflationsbedingte Dynamik in die (Euro-basierte) Umsatz- aber auch Ergebnisplanung dieser Länder gelangt.

Materialaufwand

Die Materialaufwandsquote im Geschäftsbereich Ost liegt über den vergleichbaren Quoten des Gesamtkonzerns. Ursache dafür ist insbesondere die hohe Materialaufwandsquote in der Ukraine mit durchschnittlich knapp 65% im Planungszeitraum, die durch den dort besonders energieintensiven Produktionsprozess mit darüber hinaus vergleichsweise hohen Brennstoffkosten bedingt ist. Ferner werden in Russland im Vergleich zum Umsatzwachstum überproportional steigende Materialkosten aufgrund sich erhöhender Strom- und Gaspreise prognostiziert. In der Ukraine und in Russland sind zudem im Vergleich zu den Geschäftsbereichen West und USA eher ältere Produktionstechniken im Einsatz, die noch eine geringere Sekundärbrennstoffquote aufweisen.

In der Planung wird von einem recht konstanten Anstieg der Materialaufwandsquote von 47,7% in 2012 auf 51,7% in 2017 ausgegangen, der im Ergebnis aus einem inflationsbedingten Kostenanstieg resultiert. Dabei wird angenommen, dass die inflationsbedingten Preissteigerungen vor allem für Brennstoffe und Strom nicht vollständig auf die Absatzpreise überwältigt werden können. Daher sind auch in Osteuropa die Produktionstechniken insoweit zu verbessern, um den Einsatz von Brennstoffen und Strom zu verringern und vermehrt günstigere Sekundärbrennstoffe einzusetzen. Bezogen auf die aktuelle Investitionsplanung verbleibt allerdings ein geringer jährlicher Kostensteigerungseffekt, der zur Erhöhung der Materialaufwandsquote führt.

Vor dem Hintergrund einer auch in Osteuropa langfristig zu erwartenden Ausrichtung auf umweltschonendere Produktionsprozesse und der Verringerung des Einsatzes fossiler Brennstoffe halten wir einen überproportionalen Anstieg der Materialkosten für plausibel. Trotz der unterstellten Dynamik im Bereich des Materialaufwands relativ zur Gesamtleistung steigt der Rohertrag im Planungszeitraum mit jährlichen Raten zwischen 2,7% und 5,3%.

Dies ist primär auf die oben bereits angesprochenen inflationsbedingte Umsatzsteigerungen in der Planung zurückzuführen, die für eine Planung auf Euro-Basis ambitioniert erscheint.

Personalaufwand

Der Personalaufwand steigt mit durchschnittlich rund 4% p.a. unterproportional zum Umsatz, wodurch sich die Personalaufwandsquote im Verlauf der Planung leicht von 9,7% in 2012 auf 8,9% in 2017 verringert. Grundsätzlich steigen die Löhne und Gehälter in der Planung entsprechend oder sogar leicht oberhalb der Inflationsrate auch aufgrund staatlich vorgegebener Tarifierhöhungen. Im Vergleich zu den westeuropäischen Zementwerken ist insbesondere in Russland und in der Ukraine derzeit noch ein wesentlich höherer Anteil an manuellen Tätigkeiten im Produktionsprozess vorhanden. Durch Erweiterungsinvestitionen bzw. im Rahmen einer voranschreitenden Produktionsoptimierung wird im Planungszeitraum ein kontinuierlicher Abbau der Personalanzahl in den Werken in Russland und in der Ukraine erwartet. Der unterproportionale Anstieg der Personalaufwendungen ist vor diesem Hintergrund plausibel.

Sonstige betriebliche Erträge

Die sonstigen betrieblichen Erträge des Geschäftsbereichs Ost sind im Planungszeitraum mit durchschnittlich € 6,6 Mio. pro Jahr von untergeordneter Bedeutung. Sie bestehen vor allem aus Mieteinnahmen für nicht betrieblich genutzte Grundstücke und Flächen sowie aus Erträgen aus Handelswaren und Nebengeschäften (z.B. Dieserverkauf).

Sonstige betriebliche Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen insbesondere Transportkosten, Instandhaltungsaufwendungen für Reparaturen und Material sowie Fremdleistungen. Im Wesentlichen wird für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen eine inflationsbezogene Steigerung unterstellt. Die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bezogen auf die Gesamtleistung sinkt aufgrund von Fixkostendegressionseffekten im Planungszeitraum leicht von 18,0% in 2012 auf 17,1% in 2017. Die Fixkostendegression entsteht insbesondere durch die Mengenerhöhung in 2014 in der Ukraine, wodurch sich dort die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Verhältnis zur Gesamtleistung innerhalb von zwei Jahren um über einen

Prozentpunkt reduziert. Zudem sollen geplante Investitionsmaßnahmen zur Produktionsoptimierung in allen anderen Werken den Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen dämpfen.

EBITDA

Das EBITDA steigt aufgrund der hohen, teilweise durch die hohe Inflation in lokaler Währung zunächst einmal rechnerisch begründeten Umsatzsteigerungen sowie geplanten Kostendegressionseffekte im Planungszeitraum kontinuierlich von €164,5 Mio. in 2013 auf €194,3 Mio. in 2017 an. Die EBITDA-Marge liegt im Durchschnitt im Planungszeitraum bei 23,8% und zeigt aufgrund des überproportionalen Kostenanstiegs in der Fortschreibungsphase 2015 bis 2017 eine leicht sinkende Tendenz. Insgesamt halten wir aufgrund der bereits dargestellten Erläuterungen die langfristige Planung von durchschnittlichen EBITDA-Margen im Bereich von 23% bis 24% insbesondere hinsichtlich des inflationsbedingten Umsatzanstiegs, aber auch vor dem Hintergrund der zunehmenden Wettbewerbsintensität und einem erhöhten Umweltbewusstseins in Osteuropa für durchaus ambitioniert.

3.3. Geschäftsbereich USA

Die anteilige (48,5%) bereinigte Ertragslage des Geschäftsbereiches USA für den Zeitraum 2010 bis 2012 sowie die Ertragsplanung und die Fortschreibung von 2015 bis 2017 sind nachfolgend dargestellt:

Dyckerhoff - Geschäftsbereich USA IFRS Gewinn- und Verlustrechnung (bereinigt)	Ist	Ist	Ist	Budget	Plan	Plan	Plan	Plan
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.
Gesamtleistung	191,8	171,3	213,3	207,8	227,8	251,0	269,1	286,1
<i>i. Vgl. z. Vj.</i>		-10,7%	24,5%	-2,6%	9,6%	10,2%	7,2%	6,3%
Materialaufwand	-81,7	-74,6	-90,8	-85,3	-91,0	-98,4	-104,7	-110,9
Personalaufwand	-43,9	-37,3	-41,2	-44,1	-45,4	-46,8	-48,2	-49,7
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt ¹)	1,6	1,9	2,7	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt ¹)	-32,7	-37,2	-43,1	-43,8	-45,4	-46,7	-47,9	-49,3
EBITDA (bereinigt¹)	35,1	24,1	40,9	35,7	46,9	60,0	69,1	77,2
<i>Verhältnis zur Gesamtleistung</i>								
Materialaufwand	-42,6%	-43,5%	-42,6%	-41,1%	-39,9%	-39,2%	-38,9%	-38,8%
Personalaufwand	-22,9%	-21,8%	-19,3%	-21,2%	-19,9%	-18,7%	-17,9%	-17,4%
Sonstige betriebliche Erträge (bereinigt ¹)	0,8%	1,1%	1,3%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen (bereinigt ¹)	-17,0%	-21,7%	-20,2%	-21,1%	-20,0%	-18,6%	-17,8%	-17,2%
EBITDA (bereinigt ¹)	18,3%	14,0%	19,2%	17,2%	20,6%	23,9%	25,7%	27,0%

¹ Bereinigungen betreffen den Zeitraum 2010 bis 2012

Umsatzerlöse

Die RC Lonestar erwartet für das Jahr 2013 entgegen der Branchenerwartung zunächst einen Absatzrückgang, der durch eine moderate Preissteigerung teilweise kompensiert werden soll. Hintergrund ist, dass die Rückgänge während der Krise in den Märkten der RC Lonestar im Vergleich zum amerikanischen Gesamtmarkt unterdurchschnittlich waren. Aus diesem Grund geht die Gesellschaft davon aus, dass auch die Mengenzuwächse in der Erholungsphase im Vergleich zur Branchenprognose für das Jahr 2013 für die spezifischen Märkte der RC Lonestar geringer ausfallen werden. Im Ergebnis sinkt dabei der Umsatz von € 213,3 Mio. in 2012 auf € 207,8 Mio. im Jahr 2013. Ab dem Jahr 2014 werden signifikante Mengensteigerungen leicht unterhalb der Branchenprognose erwartet, die in Kombination mit der Annahme einer durchschnittlichen jährlichen Preissteigerungsrate von 3% zu deutlichen Umsatzsteigerungen führt. Hintergrund der Gesamtmarktentwicklung ist die Erwartung einer Erholung der US-Bauwirtschaft, die sich nach den signifikanten Einschnitten während der Immobilienkrise mittelfristig wieder stabilisieren soll. Die geplanten Preissteigerungsraten wurden ausgehend von der Erwartung, dass inflationsbedingte Kostensteigerungen vollständig umgelegt werden können, leicht oberhalb der erwarteten Inflationsrate festgelegt.

Die von der RC Lonestar erwarteten Steigerungsraten in den USA sind nach unserer Prüfung grundsätzlich nachvollziehbar geplant worden und stehen im Einklang mit den verfügbaren Erwartungen an die wirtschaftliche Erholung des Gesamtmarkts und des Baubereichs in den USA. Zur Erreichung der geplanten Steigerungsraten ist es auskunftsgemäß erforderlich, aktuell stillgelegte Werke wieder in Betrieb zu nehmen um überhaupt ausreichend Produktionskapazitäten für die geplanten Mengen vorzuhalten. Vor dem Hintergrund, dass die geplanten Absatzmengen der RC Lonestar auch am Ende des Planungszeitraums das Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht haben, stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die USA von einer Markterholung bis auf ein Vorkrisenniveau ausgegangen werden muss. Wir halten die Einschätzung der Gesellschaft für zutreffend, da die der US-Immobilienkrise vorangegangene Phase durch eine ausgeprägte Überhitzung des Immobilienmarktes und damit auch der Baukonjunktur geprägt war. Gerade der Umstand, dass es zur Bildung von Blasen am Immobilienmarkt gekommen war, die in die anschließende Krise führten, legt auch aus unserer Sicht den Schluss nahe, dass das unmittelbar vor Ausbruch der Krise in 2006

und 2007 erreichte Nachfrageniveau (einschließlich dessen positiver Auswirkungen auf die Margensituation der Zementhersteller seinerzeit) nicht als nachhaltig eingestuft und eine vollständige Aufholung bis auf das Niveau vor der Krise in der Planungsrechnung der RC Lonestar nicht unterstellt werden kann.

Materialaufwand

Die Materialaufwandsquote im Geschäftsbereich USA liegt deutlich unterhalb der vergleichbaren Quoten des Gesamtkonzerns. Hintergrund sind die auch im Vergleich zu Westeuropa/Deutschland geringeren Aufwendungen für Brennstoffe sowie leicht geringere Aufwendungen für Strom und Rohmaterial.

Die Materialaufwandsquote sinkt aufgrund von Kostendegressionseffekten von 42,6% in 2012 auf 38,8% in 2017. Wesentliche Bestandteile und Kostentreiber im Materialaufwand sind auch hier die Aufwendungen für Strom und Brennstoffe. Für letztere werden im Planungszeitraum im Zusammenspiel von Preis- und Mengeneffekten Steigerungsraten von 5% p.a. erwartet. Die Fixkosten steigen im Wesentlichen inflationsbedingt, mit geringeren Steigerungsraten als die absatzseitigen Preise und Mengen, die variablen Brennstoff- und Stromkosten steigen durchschnittlich um 3,6% pro Jahr und sollen gemäß Planung direkt durch die auf der Absatzseite erwarteten Preissteigerungsraten in gleicher Höhe kompensiert werden.

Ausgehend von den oben dargelegten Prämissen erachten wir die Entwicklung der Materialaufwandsquote für plausibel. Insbesondere sehen wir darin die sich im Rahmen der Stabilisierung der Industrie nach Jahren der Rezession wieder eröffnenden Preissetzungsspielräume auf der Absatzseite als realistisch abgebildet an.

Personalaufwand

Der Personalaufwand erhöht sich in 2013 mit 7,1% überproportional zum Umsatz, wodurch die Quote des Personalaufwands bezogen auf die Gesamtleistung im Vergleich zum Vorjahr zunächst von 19,3% auf 21,2% ansteigt. Sie liegt damit jedoch noch unterhalb der Personalaufwandsquote im Jahr 2011. Im weiteren Verlauf der Planung sinkt die Personalaufwandsquote aufgrund unterproportionaler Zuwachsraten deutlich bis auf 17,4% im Jahr 2017. Vor

dem Hintergrund, dass die Personalaufwandsquote sowohl deutlich über den vergleichbaren Quoten des Gesamtkonzerns als auch des Geschäftsbereiches West liegt, erscheint eine unterproportionale Entwicklung der Personalaufwendungen in Relation zur Gesamtleistung durch entsprechende Schritte der weiteren Produktionsoptimierung grundsätzlich erreichbar.

Sonstige betriebliche Erträge

Die sonstigen betrieblichen Erträge des Geschäftsbereiches USA umfassen im Wesentlichen Erträge aus Handelserlösen von Zement und Flugasche, Erlöse aus Verkäufen von Grundstücken und Gebäuden sowie Maschinen und Betriebsausstattung im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit und Miet- und Lizenzeinkünfte. Mit rund € 1 Mio. pro Jahr sind die sonstigen betrieblichen Erträge im Planungszeitraum jedoch von untergeordneter Bedeutung.

Sonstige betriebliche Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen im Wesentlichen Transportkosten, Instandhaltungsaufwendungen für Reparaturen und Material sowie Fremdleistungen. Weiterhin sind in dieser Position sonstige Steuern und Abgaben für Verbände, Rückstellungen für zweifelhafte Forderungen und Aufwendungen für Risikovorsorge, Verluste aus Verkäufen von Grundstücken und Gebäuden sowie Maschinen und Betriebsausstattung im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit ausgewiesen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen im Wesentlichen mit der erwarteten Inflationsrate an, so dass die Quote bezogen auf die Gesamtleistung von 20,2% in 2012 zunächst leicht auf 21,1% in 2013 ansteigt, sich im weiteren Planungszeitraum jedoch aufgrund des überproportionalen Umsatzwachstums deutlich auf 17,2% in 2017 verringert.

EBITDA

Auf Basis des bereinigten EBITDA in den Vergangenheitsjahren 2010 bis 2012 wird zunächst ein operatives Ergebnis für 2013 auf vergleichbarem Niveau geplant. In den Folgejahren bis 2017 verbessert sich das EBITDA wesentlich vor dem Hintergrund der hohen Umsatzsteigerungsraten und eingeplanter Kostendegressionseffekte auf bis zu € 77,2 Mio.

Die EBITDA-Marge steigt dabei im Planungszeitraum ebenfalls signifikant von 17,2% im Jahr 2013 bis auf 27,0% im Jahr 2017 an und liegt damit deutlich oberhalb der geplanten EBIT-DA-Margen des Geschäftsbereiches West und etwas über dem Geschäftsbereich Ost.

Die Ertragsziele der RC Lonestar implizieren eine baldige Erholung der Konjunktur in den USA. Mit Blick auf die zugrunde gelegte Branchenerwartung ist die Planung bzw. sind die geplanten Steigerungsraten nachvollziehbar und technisch plausibel abgeleitet. Dass die zugrunde liegende Annahme einer baldigen Erholung tatsächlich eintritt, ist zwar grundsätzlich nicht ausgeschlossen, ist mit Blick auf die aktuellen Erwartungen und Unsicherheiten jedoch sehr ambitioniert.

3.4. Geschäftsbereich Zentrale Einheiten

Der Geschäftsbereich Zentrale Einheiten beinhaltet im Wesentlichen die Aufwendungen für die Hauptverwaltung und sämtliche zentrale Funktionen wie bspw. die Abteilungen Steuern, Finanzen, Rechnungswesen und Controlling. Im Folgenden ist die Ertragsplanung des Geschäftsbereiches inklusive der Fortschreibung von 2015 bis 2017 und der Vergangenheitsjahre 2010 bis 2012 dargestellt:

Dyckerhoff - Geschäftsbereich Zentrale Einheiten IFRS Gewinn- und Verlustrechnung (Original)	Ist 2010	Ist 2011	Ist 2012	Budget 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017
	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.
Materialaufwand	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Personalaufwand	-19,2	-20,1	-21,0	-21,0	-21,4	-21,4	-21,4	-21,4
Sonstige betriebliche Erträge	2,5	3,2	2,9	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,9	-10,1	-11,0	-10,6	-10,3	-10,3	-10,3	-10,3
EBITDA	-27,3	-27,7	-29,9	-26,9	-27,0	-27,0	-27,0	-27,0

Wie oben angegeben, umfassen die Zentralen Einheiten im Wesentlichen die Verwaltungseinheiten am Hauptstandort. Entsprechend ist der Personalaufwand mit rund € 21 Mio. im Planungszeitraum der größte Kostenblock. Die konstante Planung ab 2013 basiert auf der Annahme moderater Lohnsteigerungen auf Basis der erwarteten Inflationsraten bei gleichzeitigen Effizienzsteigerungen und daraus resultierendem etwas geringerem Personalbedarf.

Die EBITDA-Entwicklung der Zentralen Einheiten ist ab dem Jahr 2013 weitgehend konstant.

3.5. Abschreibungen / Investitionen

Die Abschreibungen umfassen im Detailplanungs- und Fortschreibungszeitraum die planmäßigen Abschreibungen auf das bestehende immaterielle und materielle Anlagevermögen sowie Abschreibungen auf die geplanten Investitionen. Die Abschreibungen wurden ab 2015 aufgrund der Annahme eines weitgehend konstanten Investitionsverhaltens mit Ausnahme des Geschäftsbereichs USA, in dem ein geringer Zuwachs von rund 2% im Jahr 2015 und rund 1% in 2016 und 2017 erwartet wird, pauschal mit konstanten Beträgen geplant.

Die Investitionen betreffen Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen und liegen mit rund € 124 Mio. im Jahr 2013 und rund € 130 Mio. im Jahr 2014 sowie mit rund € 105 Mio. im Zeitraum 2015 bis 2017 auf Konzernebene mit Ausnahme des Jahres 2014 deutlich unterhalb der geplanten Abschreibungen. Diese Entwicklung ist eine Folge der hohen Erweiterungsinvestitionen in den Geschäftsbereichen Ost und USA der letzten Jahre. Darüber hinaus besteht in allen Geschäftsbereichen das Bestreben, verschleißbedingten Ersatz bspw. von Mahlkugeln nicht als Ersatzinvestitionen, sondern unmittelbar als Aufwand zu erfassen, was sich in dem vergleichsweise hohen Instandhaltungs- und Reparaturaufwand niederschlägt.

Vor dem Hintergrund der oben dargelegten unterschiedlichen Investitionszyklen in den Geschäftsbereichen sowie dem konzernweiten Bestreben Ersatzinvestitionen als Aufwand zu erfassen, erachten wir das im Vergleich zur Vergangenheit niedrigere Investitionsniveau für den Planungszeitraum als plausibel, wenngleich langfristig mit einer zunehmenden Alterung der zuletzt in erhöhtem Umfang getätigten Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen auch wieder ein erhöhtes Investitionsvolumen für Ersatz, Modernisierung und Effizienzverbesserung zu erwarten ist.

4. Überleitung auf das Ergebnis nach Ertragsteuern und Minderheiten

Nachfolgend ist die Überleitung der Planungsrechnung ab dem EBIT auf das Ergebnis nach Ertragsteuern und Minderheiten dargestellt:

Dyckerhoff Konzern	Budget	Estimation	FC	FC	FC	Ewige Rente
Überleitung auf das Ergebnis nach Ertragsteuern und Minderheiten	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
EBIT	152,5	187,5	211,4	229,4	246,8	250,5
Ergebniskomponenten in Zusammenhang mit gesondert bewertetem Vermögen	-1,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	0,0
EBIT (ohne Ergebnis aus gesondert bewertetem Vermögen)	150,9	186,2	210,1	228,0	245,5	250,5
Beteiligungsergebnis	2,9	2,8	3,7	4,1	4,5	4,5
Zinsertrag	12,9	9,4	7,7	6,0	4,3	3,9
Zinsaufwand	-45,1	-36,9	-34,9	-30,5	-28,8	-28,2
Zinsergebnis	-32,3	-27,5	-27,2	-24,5	-24,5	-24,3
Sonstiges Finanzergebnis	-3,6	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
EBT	117,9	159,3	184,5	205,6	223,4	228,7
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-28,8	-32,3	-34,4	-37,9	-52,7	-53,0
Ergebnis vor EAV	89,1	127,0	150,1	167,6	170,6	175,7
Ergebnis auf andere Gesellschafter entfallend	-6,1	-6,5	-6,5	-6,6	-5,8	-2,7
Ergebnis nach Ertragsteuern und Minderheiten	83,0	120,5	143,6	161,1	164,9	173,0

4.1. Beteiligungsergebnis

Das Beteiligungsergebnis wird im Rahmen des Planungsprozesses nur für die Jahre 2013 und 2014 geplant und beläuft sich auf rd. € 2,9 Mio. Ein wesentlicher Anteil von rd. € 1,3 Mio. entfällt auf die Beteiligung an der quick-mix Gruppe. Rund € 1 Mio. pro Jahr entfällt auf Beteiligungen in Luxemburg, der Tschechischen Republik und den Niederlanden. Ab dem Planjahr 2015 wurde das Beteiligungsergebnis von EY grundsätzlich konstant fortgeschrieben. Die Steigerung resultiert aus der positiven Ergebnisentwicklung der 25%-Beteiligung der RC Lonestar an der Kosmos Cement Company.

Das Beteiligungsergebnis wurde nach unserer Prüfung sachgerecht und plausibel geplant.

4.2. Finanzergebnis

Das Finanzergebnis beinhaltet neben den Zinserträgen und -aufwendungen auch das sonstige Finanzergebnis.

Die wesentlichen Komponenten des Zinsergebnisses wurden von EY aufgrund bewertungstechnischer Anpassungen der Bilanz, die eine Neuermittlung der Bestände der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie der liquiden Mittel zur Folge haben, neu berechnet.

Die angepasste Finanzplanung setzt dabei auf den Beständen zum 31. Dezember 2012 gemäß dem geprüften Jahresabschluss auf und berücksichtigt die bestehenden Tilgungspläne und vertraglichen Konditionen der Ausleihungen sowie Anleihen und Bankdarlehen. Darüber hinaus erstellt die Gesellschaft keine Bilanz- und Finanzplanung für den Fortschreibungszeitraum 2015 bis 2017, so dass die entsprechenden Positionen im Rahmen der Bewertung von EY auf Basis des letzten Detailplanungsjahres 2014 fortgeschrieben wurden.

Ebenfalls neu berechnet wurde der auf die Pensionsrückstellungen entfallende Zinsaufwand unter Berücksichtigung der neuen Ansatz- und Bewertungsvorschriften des geänderten IAS 19 sowie der Nettoverpflichtungen und Diskontierungszinssätze gemäß den versicherungsmathematischen Gutachten zum 31.12.2012. Für den Zeitraum 2014 bis 2017 wurden die Bestände durch EY konstant fortgeschrieben.

Im Zinsergebnis werden darüber hinaus die auf Minderheiten entfallenden Ergebnisanteile an Personengesellschaften abgebildet. Diese werden von der Gesellschaft nur für den Detailplanungszeitraum geplant und waren entsprechend von EY im Zeitraum 2015 bis 2017 fortzuschreiben. Die dabei angewendete Vorgehensweise haben wir geprüft und halten diese für angemessen.

Von der Bewertungsgutachterin wurde nach Analyse der liquiden Mittel zum 31.12.2012 eine stichtagsbezogene überschüssige Liquidität von € 80 Mio. im Vergleich zu der als operativ für die Planung notwendige Liquidität festgestellt. Die überschüssige Liquidität wurde durch EY bewertungstechnisch zur Verringerung der langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten genutzt. Die gesonderte Berücksichtigung der überschüssigen Liquidität erachten wir dem Grunde und der Höhe nach für gerechtfertigt. Dyckerhoff benötigt zur Unterlegung des operativen Geschäfts nach eigenen Darstellungen zum Ende eines Kalenderjahres einen Finanzmittelbestand in der Größenordnung von rd. € 140 Mio., um den vor Beginn der Bausaison erforderlichen Lageraufbau sowie weitere saisonale Vorfinanzierungen leisten zu können.

Der Zinsertrag oder -aufwand des Refinanzierungsbedarfs wird im Detailplanungs- und Fortschreibungszeitraum unter Rückgriff auf einen auf Basis historischer durchschnittlicher Spreads von Dyckerhoff ermittelten Zinssatz berechnet. Den Ansatz von EY halten wir daher der Höhe nach für sachgerecht, zumal ein höherer vertretbar gewesener Refinanzierungszinssatz einen wertmindernden Effekt hätte.

4.3. Ertragsteuern

Die Vor-Steuer-Ergebnisse der Konzernplanung bilden die Ausgangsbasis für die Steuerermittlung auf Ebene von rechtlichen Einheiten. Unter Berücksichtigung steuerlicher Hinzurechnungen und Kürzungen sowie steuerlicher Verlustvorträge wurden die Bemessungsgrundlagen ermittelt und unter Anwendung landesspezifischer Steuersätze der Steueraufwand berechnet.

Ausgangsbasis bilden somit die Ergebnisse der Planungsrechnung auf Konzernebene. Diese beinhalten aus Kaufpreisallokationen resultierende Abschreibungen, insbesondere in den USA, die auf Ebene der einzelnen Rechtsträger kein Steuerminderungspotenzial entfalten und für die Steuerermittlung daher eliminiert wurden.

Auf eine Überleitung der in der Planungsrechnung ermittelten Handelsergebnisse auf Steuerbilanzergebnisse wurde vereinfachend verzichtet. Wesentliche Bewertungsunterschiede zwischen Handels- und Steuerbilanz resultieren insbesondere aus handelsrechtlich längeren Abschreibungsdauern auf Sachanlagevermögen sowie aus der niedrigeren Bewertung von Pensionsrückstellungen in der Steuerbilanz. Die längeren Abschreibungsdauern in der Handelsbilanz führen zu einem höheren Steuerbilanzergebnis im Vergleich zum Handelsbilanzergebnis, so dass aus der Vernachlässigung ein werterhöhender Effekt resultiert. Die Bewertung der Pensionsrückstellungen erfolgt steuerbilanziell zu einem im Vergleich zur Handelsbilanz höheren Rechnungszins, so dass der Wertansatz in der Steuerbilanz geringer ist, was zu aktiven latenten Steuern führt. Der sich zukünftig ergebende Steuervorteil wird jedoch erst bei Fälligkeit der Pensionsverpflichtungen tragend. Bei der in der Planungsrechnung angenommenen Fortführung der Pensionsprogramme ergäbe sich ein höheres steuer-

bilanzielles Ergebnis im Vergleich zum Handelsbilanzergebnis, so dass die Vernachlässigung dieses Effekts ebenfalls nicht zu beanstanden ist.

Die DYAG ist Organträgerin der Deuna Zement GmbH, Deuna, der Dyckerhoff Beteiligungsverwaltung GmbH, Wiesbaden, sowie der Tubag GmbH, Kruft, (Organgesellschaften). Die Vor-Steuer-Ergebnisse der Organträgerin und der Organgesellschaften wurden unter Hinzurechnung von nicht abzugsfähigen Betriebsausgaben für Zwecke der Steuerermittlung zusammengefasst.

Innerhalb des Organkreises wurden die Vorschriften über die Abzugsbeschränkungen für Zinsen i.S.d. § 4h EStG i.V.m. § 8a KStG (sogenannte Zinsschranke) beachtet. Ein zum 31. Dezember 2012 bestehender Zinsvortrag i.H.v. €45 Mio. steigt im Planjahr 2013 aufgrund eines das verrechenbare steuerliche EBITDA übersteigenden Zinssaldos an und mindert in den folgenden Planjahren das Einkommen der Organschaft.

Bei der DYAGZB bestand zum 31. Dezember 2012 ein körperschaftsteuerlicher Verlustvortrag i.H.v. €93 Mio. aus operativen Verlusten der Vorjahre. Des Weiteren hat die Gesellschaft einen körperschaftsteuerlichen Verlustvortrag von €1,4 Mrd. aus Umstrukturierungsmaßnahmen im Jahr 2002 erklärt. Über die Anerkennung dieses Verlustvortrags bestehen zum Zeitpunkt dieser Berichtserstellung in einzelnen Punkten noch unterschiedliche Auffassungen zwischen der Gesellschaft und den Finanzbehörden. Bei den steuerlichen Verlustvorträgen geht die Gesellschaft von der vollständigen Anerkennung des Verlustvortrags seitens der Finanzbehörden aus. Die Verlustvorträge werden in der gesellschaftseigenen Planung gleichwohl nur soweit berücksichtigt, soweit eine Nutzung innerhalb der nächsten fünf Jahre wahrscheinlich ist. Dieses Vorgehen liegt letztlich in den spezifischen Vorschriften der IFRS zum Ausweis von „Deferred Tax Assets“ begründet. Für Bewertungszwecke war hier auf eine rein wirtschaftliche Betrachtungsweise abzustellen, so dass alle bestehenden Verlustvorträge mit ihrer vollen steuermindernden Wirkung in die Bewertung einzubeziehen waren.

Zum Ende des Detailplanungszeitraums sind sowohl der Zinsvortrag als auch der körperschaftsteuerliche Verlustvortrag noch nicht vollständig verbraucht. Daher wurde der Planungszeitraum für Bewertungszwecke technisch verlängert, um den sich ergebenden Steuervorteil nach dem Detailplanungszeitraum als Annuität zu ermitteln und bei der Berechnung des nachhaltigen Steueraufwands anzusetzen.

Auf die so ermittelte körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage wurde der derzeit geltende Körperschaftsteuersatz von 15% zuzüglich Solidaritätszuschlag angewandt.

Bei der Ermittlung der Gewerbesteuer wurde auf das für körperschaftsteuerliche Zwecke ermittelte Einkommen vor Verlustabzug abgestellt. Im Rahmen der gewerbesteuerlichen Hinzurechnungen von Finanzierungsanteilen wurde der Zinsaufwand angesetzt, soweit dieser das Einkommen gemindert hat. Auf weitere Hinzurechnungen von Finanzierungsanteilen wurde verzichtet. Die gewerbesteuerliche Kürzung um 1,2% des Einheitswerts des zum Betriebsvermögen gehörenden Grundbesitzes wurde vorgenommen.

Zum 31. Dezember 2012 bestanden gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von € 136 Mio., die bei der Berechnung der Bemessungsgrundlage steuermindernd angesetzt wurden. Analog dem Vorgehen bei der Körperschaftsteuer wurde der über den Detailplanungszeitraum hinausgehende Steuerminderungseffekt aus dem Verlustvortrag ermittelt und bei der Berechnung des nachhaltigen Steueraufwands annuitätisch angesetzt.

Für die Ermittlung der Gewerbesteuer wurde ein durchschnittlicher Gewerbesteuerhebesatz von 400% angesetzt. Die Belastung mit Gewerbesteuer beträgt mithin 14% des zu versteuernden Ergebnisses.

Die Ableitung der körperschaftsteuerlichen und gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlagen wurde ebenso wie die korrekte Berücksichtigung der Verlustvorträge durch uns geprüft. Der angesetzte durchschnittliche Gewerbesteuerhebesatz wurde auf Basis vorliegender Steuerbescheide für die Vergangenheit geprüft und bestätigt. Die Ermittlung des Steueraufwands innerhalb des Organkreises erfolgte sachgerecht.

Für Gesellschaften außerhalb des Organkreises wurde der Steueraufwand auf Ebene der einzelnen Rechtsträger unter Ansatz bestehender Verlustvorträge und unter Berücksichtigung landesspezifischer Steuersätze ermittelt. Auf den Ansatz von Steuerbelastungen aus konzerninternen Ausschüttungen (Auslandsdividenden) aus dem Ausland nach Deutschland nach § 8b KStG wurde aus Vereinfachungsgründen mit werterhöhender Wirkung verzichtet.

Die Steuerquote im Konzern schwankt im Planungszeitraum zwischen 18,8% und 25,0%. Der Rückgang der Steuerquote im Jahr 2014 im Vergleich zum Vorjahr resultiert im Wesentlichen aus der Ergebnisverbesserung in den USA, die aufgrund bestehender Verlustvorträge nicht zu einem Anstieg des Steueraufwands führt. Der Verbrauch der Verlustvorträge in den USA bis zum Planungsjahr 2016 bedingt eine Erhöhung des Steueraufwands ab dem Jahr 2017. Die nachhaltige Steuerquote beträgt unter Berücksichtigung der zuvor beschriebenen annuitätisch abgebildeten Effekte 23,6%.

Der Werteffekt der in der Steuerberechnung angesetzten Verlustvorträge beträgt zum Bewertungsstichtag 12. Juli 2013 € 39,2 Mio.

4.4. Minderheitenanteile

Im Rahmen der bewertungstechnischen Ableitung der zu diskontierenden Zahlungsmittelüberschüsse sind Ansprüche von Fremdgegesellchaftern am Konzernergebnis von Dyckerhoff im Bewertungsmodell wertmindernd zu berücksichtigen.

Bezüglich der methodischen Integration der Minderheitenanteile durch EY in das uns vorliegende Bewertungsmodell wird hierbei zunächst unterschieden, ob es sich bei den konsolidierten Tochterunternehmen mit Minderheitenanteilen um Kapital- oder Personengesellschaften handelt. Während der Ausweis der Ansprüche der Fremdgegesellchafter am Jahresergebnis der Kapitalgesellschaften gemäß IAS 27 explizit ausgewiesen werden muss, wird der Anteil fremder Eigentümer am Jahresergebnis an Personengesellschaften gemäß IAS 32 direkt in das Zinsergebnis gebucht, wobei Anteile an Jahresfehlbeträgen bilanziell als Zinsertrag, Anteile an Jahresüberschüssen hingegen als Zinsaufwand Berücksichtigung finden.

Nach der Übernahme der konkreten Planung der Jahre 2013 und 2014 in das Bewertungsmodell hat EY für die Planjahre 2015 bis 2017 die Entwicklung der auf die Minderheiten entfallenden Ergebnisse quotial fortgeschrieben. Aufgrund der durch EY dabei bereits berücksichtigten Änderungen einiger Anteilsquoten im Zeitablauf halten wir dieses Vorgehen für sachgerecht. Hierzu zählt der geplante Zukauf der Anteile an SUCHOI im Oktober 2017 von derzeit 90,37% auf 96,77%.

Die Berücksichtigung der Anteile fremder Gesellschafter am Ergebnis des Dyckerhoff Konzerns konnte von uns nachvollzogen werden und ist plausibel abgeleitet.

5. Ewige Rente

Das nachhaltig entziehbare Ergebnis („ewige Rente“) von Dyckerhoff wurde ab dem Jahr 2018 vom Bewertungsgutachter auf Konzernebene geschätzt. Wir haben die zugrunde gelegten Annahmen und angesetzten Parameter nachvollzogen und die Plausibilisierung durch eigene Analysen unterlegt.

Zur Ableitung eines nachhaltigen EBIT wurde eine als durchschnittlich erreichbar eingestufte EBITDA-Marge in Höhe von 18,3% auf den um die Wachstumsrate von 1% fortgeschriebenen Umsatz ab 2018 angesetzt. Dabei wurde davon ausgegangen, dass die nachhaltige EBITDA-Marge aufgrund der ausgeprägten Zyklizität des Zement- und Betongeschäfts eine im Durchschnitt über den Branchenzyklus erreichbare Marge reflektieren muss. Nach der Analyse verschiedener Zeiträume wurde im Ergebnis ein Durchschnitt der Jahre 2013 bis 2017 für repräsentativ erachtet, um eine Fortschreibung aus dem aktuellen Zyklus zutreffend abzubilden. Die EBITDA-Marge des letzten Planjahres 2017 liegt mit 18,9% etwas oberhalb des betreffenden nachhaltigen Ansatzes.

Wir haben zur Überprüfung des Vorgehens von EY in unseren Analysen ebenfalls unterschiedliche Zeiträume zur Ableitung eines repräsentativen Durchschnitts einer nachhaltigen EBITDA-Quote betrachtet. Bei einer Betrachtung der aktuellen Entwicklung der EBITDA-Quote für einen Zeitraum von 2009 nach Abschluss der Wachstumsphase in Osteuropa bis zum Ende des Detailplanungszeitraumes im Jahr 2014 beträgt der Durchschnitt der EBITDA-

Quote 17,8%. Innerhalb dieser Periode haben sich insbesondere in den Geschäftsbereichen West und Ost Trends und Entwicklungen bei den Mengen- und Preisentwicklungen aufgrund der zunehmenden Wettbewerbsintensität verfestigt, wodurch unter Berücksichtigung der bereits überwiegend durchgeführten Kostensenkungsmaßnahmen in allen Geschäftsbereichen in den letzten Jahren eine dauerhaft oberhalb dieser Größenordnung liegende EBITDA-Quote nicht unbedingt realistisch erscheint. Betrachtet man alternativ die im gesamten betrachteten Vergangenheits- und Planungszeitraum erreichten bzw. geplanten EBITDA-Margen, so ergibt sich hieraus ein durchschnittlicher Wert von 17,7%. Vor diesem Hintergrund erscheint uns die durch die Bewertungsgutachterin angesetzte nachhaltige EBITDA-Marge von 18,3% keinesfalls zu niedrig.

Dies bestätigt auch eine nähere Betrachtung der Planentwicklung 2014 bis 2017. Die Steigerung der EBITDA-Quote von 18,1% im Planjahr 2014 auf 18,9% im letzten Planjahr 2017 beruht nach der Planung der Gesellschaft vor allem auf inflationsinduzierten Steigerungsraten in Russland und der Ukraine sowie auf einem unverminderten Wachstum in den USA. Die resultierenden Entwicklungen können bei der Betrachtung eines Zyklus von 2009 bis 2017 durchaus als erreichbar unterstellt werden, allerdings würde die Fortschreibung des letzten Planjahres 2017 als ewige Rente eine Situation „konjunkturellen Rückenwinds“, wie sie die Planung für 2017 u.E. unterstellt, unreflektiert nachhaltig fortschreiben.

Schließlich ist auch zu beachten, dass die aktuellen Zahlen der Gesellschaft noch keine Verbesserung der operativen Margensituation erkennen lassen. Auch wenn sich hier Witterungseinflüsse belastend auswirken, die ihrem Charakter nach ebenfalls nicht nachhaltig sind, so ist auf Basis der Zahlen des Q1/2013 sicherlich kein Trend einer positiven Dynamik in der operativen Profitabilitätsentwicklung des Unternehmens zu erkennen, der sich gemäß Planungsrechnung über den weiteren Planungszeitraum ja durchaus einstellen soll.

In einem nächsten Schritt wurde von der Bewertungsgutachterin dieses nachhaltige EBITDA unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Reinvestitionsrate in ein nachhaltiges EBIT überführt. Die dabei angesetzte nachhaltige Reinvestitionsrate von € 120 Mio. ergibt sich aus der Analyse der historischen sowie planerisch unterstellten Investitionstätigkeit von Dyckerhoff

im Zeitraum von 2007 bis 2017. Hierbei wurden die Sachinvestitionen (exklusive Erweiterungsinvestitionen) des jeweiligen Jahres auf Basis länderübergreifender durchschnittlicher Preissteigerungen bis zum Jahr 2017 indiziert und aus den indizierten Jahresbeträgen ein Mittelwert gebildet.

Wir haben die von EY angesetzte nachhaltige Reinvestitionsrate rechnerisch und methodisch nachvollzogen und halten das Vorgehen für sachgerecht. Die Überlegungen, die der Berechnungsmethode und der Wahl des Zeitraums zugrunde liegen, halten wir für schlüssig. Das Verhältnis der nachhaltigen Reinvestitionsrate zu den ab dem Jahr 2018 unterstellten Umsatzerlösen liegt bei 5,9%. Wir haben diese Quote mit dem Investitionsniveau der von uns festgelegten Peer-Group-Unternehmen (Median 2012: 6,0%; Mittelwert 2012: 7,0%) verglichen, die grundsätzlich im Durchschnitt ähnliche oder leicht höhere Quoten aufweisen. Vor diesem Hintergrund halten wir die von EY angesetzte nachhaltige Reinvestitionsrate im Ergebnis für plausibel.

Ergänzend haben wir den relativen Einfluss der nachhaltigen EBITDA- und Reinvestitionsrate auf den Unternehmenswert in einer Sensitivitätsanalyse dargestellt. Hierzu verweisen wir auf Abschnitt XII.3. unserer Prüfungsfeststellungen im Einzelnen.

Das nachhaltige Zinsergebnis sowie das nachhaltige sonstige Finanzergebnis wurden ausgehend von den Beständen zum 31.12.2017 unter Verwendung eines von EY abgeleiteten nachhaltigen Zinssatzes ermittelt. Der Zinssatz steht im Einklang mit dem als nachhaltig unterstellten Zinsumfeld und ist insofern als angemessen zu betrachten. Das Beteiligungsergebnis wurde ausgehend vom letzten Planjahr 2017 mit der Wachstumsrate von 1% fortgeschrieben.

Für den Zeitraum der ewigen Rente ab 2018 wurde die effektive Minderheitenquote aus dem Jahr 2017 übernommen.

Der nachhaltige Steueraufwand wurde auf Ebene der einzelnen Landesgesellschaften ermittelt. Aufgrund zum Ende des Detailplanungszeitraums bestehender Verlustvorträge sowie

Zinsvorträgen i.S.d. Zinsschranke wurde der Planungszeitraum technisch verlängert und die hieraus resultierenden Steuerminderungseffekte ermittelt. Der nachhaltige Steueraufwand wurde barwertig ermittelt und als Annuität in der ewigen Rente berücksichtigt. Der Verbrauch steuerlicher Verlustvorträge sowie des Zinsvortrags in der Nachhaltigkeit führen grundsätzlich zu einem Anstieg der Steuerquote. Im Detailplanungszeitraum wurden aus Kaufpreisallokationen resultierende Abschreibungen, die das Konzernergebnis mindern, jedoch kein Steuerminderungspotenzial haben, eliminiert. Auf diese Korrektur wurde bei der Ermittlung des nachhaltigen Steueraufwands verzichtet, so dass sich hieraus ein Rückgang der Steuerquote ergibt. Die Reduktion des Steueraufwands aus dem Ansatz der Abschreibungen kompensiert den Wegfall des Steuerminderungspotenzials aus Verlustvorträgen und Zinsvortrag über, so dass die Steuerquote leicht von 24,1% auf 23,6% sinkt.

Die Effekte aus der notwendigen Finanzierung des nachhaltigen Wachstums wurden von EY anteilig durch Eigenkapital (so genannte Wachstumsthesaurierung) unterlegt, so dass von dem ermittelten nachhaltigen Ergebnis (€ 173 Mio.) ein Teilbetrag von € 19 Mio. nicht für die Ermittlung der Wertbeiträge aus Thesaurierungen bzw. Ausschüttungen zur Verfügung steht. Die Finanzierung durch die anteilige Thesaurierung von Überschüssen führt im nachhaltigen Ergebnis zu einer konstanten Kapitalstruktur, während die ausschließliche Finanzierung durch Fremdkapital nachhaltig eine kontinuierliche Erhöhung der Fremdverschuldung nach sich ziehen würde. Vor diesem Hintergrund halten wir eine Berücksichtigung der Wachstumsthesaurierung bewertungstechnisch für sachgerecht. Eine Verrechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung mit der Wachstumsfinanzierung ist zulässigerweise nicht erfolgt, da die Wertbeiträge aus Thesaurierung unmittelbar der Sphäre der Anteilseigner zugerechnet werden, während die für die Wachstumsfinanzierung einbehaltenen Beträge allein dem Erhalt der Kapitalstruktur dienen und von daher dem Anteilseigner nicht zur Verfügung stehen.

6. Ausschüttungsquote

Zur Festsetzung der Ausschüttungsquote sind grundsätzlich das zum Bewertungsstichtag dokumentierte Unternehmenskonzept sowie rechtliche Restriktionen zu berücksichtigen (vgl. IDW S 1, Tz. 35). Bei der Festlegung der nachhaltigen Ausschüttungsquote wird üblicherweise unterstellt, dass die Ausschüttungsquote äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der

Alternativanlage ist, sofern keine rechtlichen oder anderen tatsächlichen Besonderheiten (z.B. aus der Kapitalstruktur) zu beachten sind. Für die thesaurierten Beträge wird die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung getroffen. (vgl. IDW S 1, Tz. 37).

In der Detailplanungsphase sieht Dyckerhoff eine unternehmensindividuelle Ausschüttungsquote von 50% vor, die auch in den Jahren 2011 und 2012 angewendet wurde. Aufgrund der Tatsache, dass keine nennenswerten Erweiterungsinvestitionen zum Ende des Detailplanungszeitraumes anstehen, wurde von EY die nachhaltige Ausschüttungsquote ebenfalls mit 50% bemessen. Dabei stützte sich die Bewertungsgutachterin auch auf durchschnittliche Ausschüttungsquoten von 40% bis 60%, die in der Fachliteratur für DAX- und MDAX-Unternehmen angegeben werden, und auf das begrenzte Potential an Erweiterungsinvestitionen innerhalb der Branche aufgrund der zunehmenden Überkapazitäten in den wesentlichen Geschäftsregionen.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung erfolgte die Ableitung der nachhaltigen Ausschüttungen nachvollziehbar und rechnerisch richtig. Wir zeigen zudem die Auswirkungen einer Variation der Ausschüttungsquote im Rahmen der von uns durchgeführten Sensitivitätsanalysen im Abschnitt XI.3 unserer Prüfungsfeststellungen im Einzelnen.

7. Persönliche Steuern

Zur Ableitung der den Unternehmenseignern zufließenden Nettoüberschüsse sind gemäß dem Standard IDW S 1 für vorliegenden Bewertungszweck (Ermittlung einer Barabfindung für Streubesitzaktionäre) **persönliche Steuern** zu berücksichtigen. Dabei wurde auf die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen Person abgestellt. Hierbei wurde für Dividendenausschüttungen die nach aktuellem Steuerrecht geltende Abgeltungssteuer in Höhe von 26,4% (25,0% zzgl. SolZ) zugrunde gelegt. Für thesaurierungsbedingte Wertzuwächse wurde eine Effektivbesteuerung von Kursgewinnen in Höhe von 13,2% (12,5% als hälftiger Betrag des nominalen Steuersatzes von 25,0% zzgl. SolZ) angenommen. Dieser Steuersatz lässt sich sowohl mit der Annahme einer langen Haltedauer von Aktien als auch damit begründen, dass zwar vor dem 31. Dezember 2008 erworbene Aktien steuerfrei veräußert werden können, sich ab dem 1. Januar 2009 am Markt jedoch

unterschiedliche innere Aktienwerte auf Verkäufer- und Käuferseite gegenüberstehen und daher die Effekte der Kursgewinnbesteuerung (ebenfalls 25,0% zzgl. SolZ) im Sinne einer Verhandlungslösung bereits unmittelbar eingepreist werden dürften. Das Vorgehen im Rahmen der Bewertung kann von daher als methodisch zutreffend eingestuft werden.

VI. Kapitalisierungszinssatz

Der Ansatz des Kapitalisierungszinsfußes ist durch die Rendite der besten alternativen Kapitalanlagemöglichkeit bestimmt, die hinsichtlich ihres Risikos, ihrer Laufzeit und ihrer Besteuerung mit dem Bewertungsobjekt möglichst ähnliche Eigenschaften aufweist. Dies wurde entsprechend dem IDW S 1 unter Verwendung des Tax Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) umgesetzt. Nach dem CAPM entsprechen die Opportunitätskosten von Eigenkapitaltiteln der Rendite risikofreier Wertpapiere zuzüglich einer Risikoprämie. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich dabei aus einem Basiszinssatz und einer Risikoprämie für die Übernahme des unternehmerischen Risikos zusammen.

Ergänzend wird darüber hinaus in jüngster Vergangenheit die Berücksichtigung einer Länderrisikoprämie diskutiert. Während in verschiedenen Fachbeiträgen intensiv über die Möglichkeiten und Grenzen der Integration von Länderrisikoprämien in gängige Bewertungsmodelle (insbesondere das CAPM und TAX-CAPM) diskutiert wird, wurden in der Bewertungspraxis bereits seit einiger Zeit Modelle zur Berücksichtigung von Länderrisikoprämien entwickelt. So veröffentlichte auch das IDW eine Stellungnahme zur praktischen Anwendung des Bewertungsstandards IDW S 1, in der es explizit auf die Berücksichtigung von Länderrisiken bei der Unternehmensbewertung hinweist und die bewertungsrelevante Bedeutung von Länderrisikoprämien als eine Möglichkeit der Abbildung länderspezifischer Risiken grundsätzlich anerkennt. Dieses Vorgehen kann auch insofern als konform mit dem modelltheoretischen Grundsätzen des CAPM eingestuft werden, als Länderrisikoprämien dabei als eine Approximation von Abschlägen von den Planzahlen interpretiert werden können, mit denen die Planungsrechnung in eine in Bezug auf länderspezifische Risikofaktoren an Erwartungswerten orientierte Zahlungsreihe transformiert wird. Letztlich stellt die Anpassung des „Nenners“ in

dieser Perspektive ein Schätzverfahren für die eigentlich CAPM-konforme Anpassung des „Zählers“ dar, denn nach der Logik des CAPM (und ebenso des Tax-CAPM) sind sämtliche für die am Kapitalmarkt geforderte Wertpapierrendite einer Aktie relevanten Faktoren bereits in den Komponenten Basiszins, Marktrisikoprämie und Beta-Faktor abgebildet.

EY hat bei der Bewertung von Dyckerhoff keine Länderrisikoprämien berücksichtigt. Wir haben mit Blick auf die Einschätzung, dass die Planungsrechnung der Gesellschaft besonderen politischen, rechtlichen und makroökonomischen Risiken, die gerade in den Ländern Russland und Ukraine von Relevanz sind, nicht gesondert Rechnung trägt, im Rahmen der von uns durchgeführten Sensitivitätsanalysen Länderrisikoprämien einbezogen und deren Auswirkung auf den Unternehmenswert betrachtet, die im Abschnitt XI.2 dargestellt sind.

Wir haben den von EY ermittelten Kapitalisierungszinssatz hinsichtlich der Ableitung seiner Bestandteile Basiszinssatz, Beta-Faktor, Marktrisikoprämie und Wachstumsabschlag nachvollzogen und rechnerisch überprüft. Zusätzlich haben wir eigene Berechnungen zur Plausibilisierung durchgeführt.

1. Basiszinssatz

Die Bemessung des Basiszinssatzes als risikofreier Zinssatz orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Der Durchschnitt der Renditen der im Umlauf befindlichen festverzinslichen Wertpapiere öffentlicher Emittenten lag in Deutschland in den letzten Jahrzehnten über der aktuellen Rendite vergleichbarer Wertpapiere, wobei vom aktuellen Zinsniveau nicht ohne weiteres auf eine zukünftig langfristig zu erwartende Verzinsung geschlossen werden kann. Die langfristig zu erwartende Verzinsung ist aber insofern bei der Bemessung des Basiszinssatzes zu berücksichtigen, als in der Unternehmensbewertung in aller Regel eine unbegrenzte Lebensdauer des Bewertungsobjektes unterstellt wird. Bei der Festlegung des Basiszinssatzes ist also 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).

Gemäß der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW empfohlenen Methode¹, die sich auf ein von der Bundesbank angewandtes Verfahren zur Schätzung von Zerobond-Renditen über verschiedene Laufzeiten stützt, wird der Basiszins unter Berücksichtigung der jeweils aktuellen Zinsstrukturkurve quasi-risikofreier Zerobond-Anleihen bestimmt.

EY ist diesem Ansatz gefolgt und hat zum Abschluss der Bewertungsarbeiten einen Basiszins von 2,25% vor persönlicher Einkommensteuer errechnet und ist dabei der Empfehlung des FAUB, den Basiszinssatz auf ¼-Prozentpunkte zu runden, gefolgt. Der Basiszinssatz war analog zur Ableitung der Nettoausschüttungen um die auf Anteilseignerebene anfallenden Steuern (26,375%) zu kürzen, wodurch sich ein Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 1,66% ergibt.

Wir halten den von EY ermittelten Basiszinssatz von 2,25% vor Steuern bzw. 1,66% nach Steuern für sachgerecht berechnet und angemessen.

2. Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie bildet die Renditedifferenz zwischen der Anlage im so genannten Marktportfolio und der Anlage in risikolosen Wertpapieren ab. Sie stellt damit die Überrendite dar, welche Investoren für die Übernahme der im Vergleich zu risikolosen Wertpapieren höheren Risiken von Aktienanlagen fordern.

Zahlreiche Kapitalmarktstudien haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit mehrheitlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikolosen, festverzinslichen Wertpapieren. Dabei variieren in diesen Studien neben den untersuchten Märkten und den Betrachtungszeiträumen vor allem die gewählten Methoden zur Durchschnittsbildung und die Substitute für den risikofreien Zins. Im Ergebnis weichen auch die ermittelten Marktrisikoprämien voneinander ab, wobei die Mehrzahl der Studien – ohne Differenzierung der vorstehend genannten Variationsmöglichkeiten und ohne Berücksichtigung persönlicher Ein-

¹ IDW Fachnachrichten 2005 S. 555f, IDW Fachnachrichten 2006 S. 581 und IDW Fachnachrichten 2008 S. 490f.

kommensteuern – für den deutschen Aktienmarkt zu einem Ergebnis zwischen 2% und 7% kommen.²

Untersuchungen, die zwischen der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern und der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern differenzieren, haben gezeigt, dass die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in der Vergangenheit je nach Zeitraum und Steuersatz um etwa einen Prozentpunkt höher lag als die Vorsteuer-Marktrisikoprämie. Unter Abwägung dieser Ergebnisse wurde von Seiten des FAUB vor der Unternehmenssteuerreform 2008 empfohlen, die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern innerhalb einer Bandbreite von 5,0% bis 6,0% zu bemessen.³ Diese Empfehlung wurde seitens des FAUB im Jahr 2009 entsprechend den erwarteten Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2008 bzw. der in diesem Zusammenhang eingeführten Abgeltungssteuer auf Kapitalerträge modifiziert. Im Kern der Argumentation wurde dabei davon ausgegangen, dass die im Ergebnis der Steuerreform erhöhte Steuerbelastung zumindest in Teilen durch höhere Renditenforderungen der Anleger kompensiert werden kann und somit die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern nur um etwa einen Prozentpunkt sinken wird. Die Bandbreite der empfohlenen Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern wurde daher vom FAUB Ende 2009 auf 4,0% bis 5,0% korrigiert.⁴

Mit Verweis auf die zwischenzeitlich durchgängig negativen Renditen inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen sowie die teilweise negativen nominalen Renditen von Bundesanleihen im kurzen Laufzeitbereich ist der FAUB in seiner am 19. September 2012 veröffentlichten Einschätzung zu der Auffassung gelangt, dass die derzeitige Kapitalmarktsituation nicht mehr der Konstellation entspricht, welche im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar

² Vgl. diesbezüglich die in den Jahren 1999 und 2004 vom Deutschen Aktieninstitut veröffentlichten Studien „Aktie versus Rente.“

³ Vgl. Berichterstattung über die 84. Sitzung des FAUB (ehemals „AKU“) in IDW Fachnachrichten 1-2/2005, S. 70-71.

⁴ Vgl. „Auswirkungen der Finanzmarkt- und Konjunkturkrise auf Unternehmensbewertungen“, IDW-Fachnachrichten 12/2009, S. 696-698.

war und welche zu der bisher vorgeschlagenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie führte.⁵ Nach den Überlegungen des FAUB sprechen die gestiegenen Spreads zwischen deutschen und anderen europäischen Staatsanleihen sowie die gestiegenen Spreads zwischen Interbankenzinsen und Staatsanleihen dafür, dass sich die Risikotoleranz der Kapitalmarktteilnehmer verändert hat bzw. die Übernahme von Risiken höher zu vergüten ist. Der FAUB empfiehlt die Bemessung der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern an der Bandbreite von 5,0% bis 6,0% zu orientieren. Für diese Anpassung sprechen nach der Darstellung des FAUB auch die Erweiterung der Betrachtung historischer Daten um Überlegungen zur Entwicklung realer Aktienrenditen sowie Befunde aus Ex-ante-Modellen zur Ermittlung impliziter Risikoprämien. Letztere finden sich für den deutschen Aktienmarkt auch in einer aktuellen Untersuchung von Bassemir/Gebhardt/Ruffing, die im Ergebnis der Finanz- und Schuldenkrise einen deutlichen Anstieg der impliziten Marktrisikoprämie ermitteln.⁶

Insgesamt erachten wir die Argumentation des FAUB und die daraus gezogenen Schlussfolgerungen für sachgerecht und halten die von EY angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 5,5% für angemessen.

3. Beta-Faktor

Der Beta-Faktor ist grundsätzlich ein Maß für das unternehmensindividuelle Risiko im Vergleich zum Marktrisiko. Dabei wird das Marktrisiko in der Theorie durch ein Portfolio aus allen weltweit existierenden, riskanten Anlagemöglichkeiten abgebildet. Aufgrund der faktischen Unmöglichkeit, ein entsprechendes Portfolio abzubilden, wird dieses in der Praxis üblicherweise durch einen Aktienindex approximiert.

Da die Dyckerhoff Aktie börsennotiert ist, hat die Bewertungsgutachterin zunächst untersucht, ob der Beta-Faktor der Dyckerhoff-Aktien selbst für die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes verwendbar ist. Nach Ansicht der Bewertungsgutachterin reflektiert der ei-

⁵ Vgl. „Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ vom 19. September 2012, abrufbar im Mitgliederbereich unter www.idw.de.

⁶ Vgl. Bassemir/Gebhardt/Ruffing, „Zur Diskussion um die (Nicht-)Berücksichtigung der Finanz- und Schuldenkrisen bei der Ermittlung der Kapitalkosten“, WPg 16/2012, S. 882-892.

gene Beta-Faktor von Dyckerhoff allerdings nicht das operative Geschäftsrisiko, sondern ist durch die bereits seit längerem bestehende faktische Beherrschung durch die Hauptaktionärin stärker von Abfindungserwartungen für die ausstehende Aktien geprägt, die insbesondere in engem zeitlichen Zusammenhang mit der Veröffentlichung von Informationen zu Veränderungen von Anteilsverhältnissen zu spürbaren Kursschwankungen geführt haben, während andererseits fundamentale Nachrichten zu Dyckerhoff oder allgemeine Kapitalmarktentwicklungen kaum auf die Kursentwicklung durchschlagen und daher für eine Entkoppelung von Kursbildung und operative bzw. Kapitalmarktentwicklung sprechen. Der Ansatz des Beta-Faktors von Dyckerhoff wurde daher von der Bewertungsgutachterin als nicht sachgerecht verworfen.

Wir haben den Beta-Faktor von Dyckerhoff auf Basis eigener Analysen unter Verwendung von Bloomberg-Daten plausibilisiert. Dabei sind wir übereinstimmend mit der Bewertungsgutachterin zu der Auffassung gelangt, dass der eigene Beta-Faktor von Dyckerhoff aufgrund der tatsächlichen langfristigen faktischen Beherrschung durch die Hauptaktionärin nicht repräsentativ für dessen operatives Risiko ist. Die Kursentwicklungen haben wir mit Veröffentlichungen von Unternehmensinformationen und allgemeinen Aktienmarktentwicklungen abgeglichen und sahen die oben dargelegte „Entkoppelung“ bestätigt. Darüber ist der Beta-Faktor von Dyckerhoff bei einer Zweijahresbetrachtung nicht statistisch signifikant.

Zur Bestimmung einer geeigneten Peer-Group hat die Bewertungsgutachterin das operative Geschäftsfeld und die regionalen Absatzmärkte der betrachteten Unternehmen in Bezug auf deren Vergleichbarkeit mit Dyckerhoff analysiert. Dabei wurden insbesondere das Produktportfolio, der Absatzmarkt und der erzielte Gesamtumsatz mit Dyckerhoff verglichen. Die von EY dabei zusammengestellte Peer-Group konnten wir sachlich und inhaltlich nachvollziehen. Wir haben in Zuge unserer eigenen Analysen im Vergleich zu EY noch vier weitere Unternehmen in eine alternative Peer-Group einbezogen. Dabei handelt es sich um folgende Unternehmen:

CEMEX, S.A.B. de C.V., Mexiko

Cemex ist ein globaler Hersteller von Zement, Beton und Zuschlagstoffen mit Sitz in Mexiko. Das Unternehmen ist vor allem in Mexiko und Nordamerika (rd. 42%), in Westeuropa (rd. 29%) und Zentralamerika (rd. 7%) tätig. Der erzielte Gesamtumsatz im Geschäftsjahr 2012 lag bei rund \$ 11,7 Mrd. Die Cemex gehört mit der Holcim Gruppe und der Lafarge S. A. zu den drei größten Zementherstellern weltweit. Unter Berücksichtigung, dass sowohl Lafarge S. A. als auch die Holcim Gruppe in der Peer-Group enthalten sind und neben der hohen Vergleichbarkeit beim Produktportfolio bei der Cemex ein regionaler Schwerpunkt in den USA besteht, halten wir die Einbeziehung in die Peer-Group für erwägenswert, auch wenn die vergleichsweise große Bedeutung der Schwellenländermärkte für Cemex die Vergleichbarkeit einschränkt.

Texas Industries Inc.

Texas Industries Inc. ist ein Produzent von Zement, Beton und Zuschlagstoffen mit Sitz in den USA. Der erzielte Gesamtumsatz im Geschäftsjahr 2012 lag bei rund \$ 647 Mio. Das Unternehmen ist ausschließlich in den USA tätig. Da Dyckerhoff einen regionalen Schwerpunkt in den USA besitzt, sehen wir die Einbeziehung eines zwar ausschließlich regional tätigen, aber bezüglich des Produktportfolios sehr gut vergleichbaren Herstellers als sinnvoll zur Abrundung des mit der Peer-Group insgesamt abzubildenden Risikoprofils an.

Cementos Portland Valderrivas S. A.

Cementos Portland Valderrivas mit Sitz in Spanien ist ein Hersteller von Zement, Beton, Mörtel und Zuschlagstoffen. Der Gesamtumsatz im Geschäftsjahr 2012 lag bei rund € 654 Mio. Die Absatzmärkte des Unternehmens sind Spanien (rd. 49%), die USA (rd. 25%) und Großbritannien (rd. 5%). Wir haben dieses Unternehmen trotz eines erheblichen kontinuierlichen Aktienkursverfalls, der in Verbindung mit einer hohen Fremdverschuldung grundsätzlich zu Verzerrungen gerade des unlevered Beta führen kann, aufgrund der ansonsten sehr guten Vergleichbarkeit hinsichtlich des Produktportfolios und der regionalen Ausrichtung in die Peer-Group einbezogen.

Italcementi S.p.A.

Die Italcementi S.p.A. ist ein italienischer Produzent von Zement, Beton und Zuschlagstoffen. Absatzmärkte des Unternehmens sind im Wesentlichen Frankreich, Italien und Spanien (zusammen rd. 60%). Darüber hinaus ist die Italcementi S.p.A. in Ägypten und Marokko aktiv. Der Gesamtumsatz im Geschäftsjahr 2012 liegt bei rund € 4,5 Mrd. Wir halten die Einbeziehung aufgrund der guten Vergleichbarkeit beim Produktportfolio und der im Wesentlichen westeuropäischen Ausrichtung ebenfalls für erwägenswert.

EY hat auf Basis der von ihr festgelegten Peer-Group unverschuldete Beta-Faktoren für einen Fünfjahreszeitraum mit monatlichen Kursen unter Einbeziehung des jeweils breitesten nationalen Landesindexes berechnet. Aus Sicht der Bewertungsgutachterin ist der Fünfjahreszeitraum im Vergleich zu einer zweijährigen Betrachtung eher geeignet, um die hohe Abhängigkeit von konjunkturellen Zyklen von Zementherstellern und damit das unternehmensindividuelle Risiko in die Zukunft fortzuschreiben.

Der sich daraus ergebende Mittelwert von 0,82 wurde von EY als unverschuldeter Beta-Faktor angesetzt. Unter Berücksichtigung der jeweiligen Finanzierungsstruktur während der Planungsperiode von Dyckerhoff wurde der unverschuldete Beta-Faktor in einen unternehmensspezifischen Beta-Faktor je Periode übergeleitet.

Wir haben unter Einbeziehung der oben genannten vier Unternehmen mit einer erweiterten Peer-Group eine Bandbreite an Beta-Faktoren unter Verwendung unterschiedlicher Referenzzeiträume und Marktindizes ermittelt, um den von EY angesetzten unverschuldeten Beta-Faktor von 0,82 zu plausibilisieren. Dafür haben wir die von EY angesetzten Parameter hinsichtlich des festgelegten Zeitraumes und des verwendeten Marktindex variiert.

Bei der Festlegung des Zeitraumes zur Betaberechnung haben sich in der Bewertungspraxis vor allem zwei Varianten durchgesetzt, für deren Wahl die Aktualität der Daten und die statistische Signifikanz abzuwägen sind. Die Festlegung des Renditeintervalls ist dabei eng mit dem gewählten Zeitraum verbunden, da sich eine statistisch relevante Datenbasis zwischen

30 und 100 Datenpunkten bewegen sollte.⁷ Die eine Variante stellt den von EY angesetzten Fünfjahreszeitraum mit monatlichen Datensätzen (60 Datensätze) dar, während die andere Variante einen Zweijahreszeitraum mit wöchentlichen Datensätzen (rd. 104 Datensätze) betrachtet.

Für monatliche Renditen spricht insbesondere, dass sich der sogenannte Intervalling-Effekt, der in der Literatur auf Handelsfriktionen zurückgeführt wird, mit zunehmendem Renditeintervall abschwächt. Da für diesen Effekt insbesondere Aktien mit längeren Nichthandelsperioden verantwortlich sind und auch am deutschen Markt Nichthandelsperioden einzelner Aktien von bis zu einer Woche keine Seltenheit sind, erachten wir die Verwendung monatlicher Renditen grundsätzlich als sachgerecht. Darüber hinaus kommt eine Untersuchung von Stellbrink und Brückner über die Auswirkungen der zugrunde gelegten Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle auf Basis der Beta-Faktoren von Unternehmen des DAX und des TecDAX zu dem Ergebnis, dass die höchste statistische Güte bei der Kombination eines Fünfjahreszeitraumes mit monatlichen Renditen erreicht wird.⁸ Dagegen führt ein erhöhter Stichprobenumfang aus statistischer Sicht zu einer verbesserten Ergebnisgenauigkeit, was eher über eine Zweijahresbetrachtung mit wöchentlichen Datenpunkten erreicht wird. Allerdings ist die von der Bewertungsgutachterin zusätzlich angeführte Begründung, dass in hohem Maße von konjunkturellen Zyklen abhängige Risiko von Dyckerhoff lasse sich besser aus einer längerfristigen Betrachtung über einen Fünfjahreszeitraum für die Zukunft ableiten, nach unserer Einschätzung eine gut vertretbare Sichtweise, die eher für die Verwendung des auf Basis eines Fünfjahreszeitraumes abgeleiteten Beta-Faktors spricht. Zu Vergleichszwecken und zur Ermittlung einer Bandbreite haben wir gleichwohl auch den Beta-Faktor für einen zweijährigen Beobachtungszeitraum berechnet, da eine zwingende Argumentation zugunsten der einen oder der anderen Methode nicht erkennbar ist.

Bei der Auswahl des Vergleichsindex kommen grundsätzlich nationale, regionale (d.h. auf internationale Wirtschaftsräume bezogene) oder sogar weltweite Indizes in Frage. Während

⁷ Vgl. Schneeweiß: Ökonometrie, 4. Auflage, Physica Verlag, Heidelberg, S. 6.

⁸ Vgl. Stellbrink/Brückner: Beta-Schätzzeitraum und Renditeintervall unter statistischen Gesichtspunkten, Bewertungspraktiker 3/2011, S.8.

nationale Indizes insbesondere den Vorteil haben, wechsellkursbedingte Verzerrungen zu vermeiden, spricht für regionale oder weltweite Indizes die breitere Diversifikation bzw. die Abbildung einer anlegerseitig zunehmend internationalen Orientierung. EY hat jeweils auf den größten nationalen Index abgestellt. Mit Blick auf die zunehmende Internationalisierung der Anlageportfolien von Kapitalmarktteilnehmern, erachten wir die Verwendung eines regionalen Index, wie bspw. des Euro Stoxx für europäische Unternehmen, ebenfalls als sachgerecht und haben im Rahmen unserer alternativen Ableitung des Beta-Faktors zusätzlich auch den breitesten regionalen Index der einzelnen Vergleichsunternehmen herangezogen.

Auf Basis unserer oben dargestellten erweiterten Peer-Group sowie der zusätzlich in die Betrachtung einbezogenen Möglichkeiten aus verwendetem Referenzindex und Beobachtungszeitraum haben wir folgende Bandbreite an Beta-Faktoren ermittelt:

Gesellschaft	Land	2 Jahre wöchentlich		5 Jahre monatlich	
		nationaler Index	regionaler Index	nationaler Index	regionaler Index
Lafarge S.A.	Frankreich	0,74	0,86	0,95	1,08
Cementos Portland Valderrivas S.A.	Spanien	0,20	0,30	0,41	0,54
Italcementi S.p.A.	Italien	0,44	0,59	0,45	0,56
Cementir Holding S.p.A.	Italien	0,33	0,50	0,80	1,01
Buzzi Unicem S.p.A.	Italien	0,67	1,02	0,77	1,04
Holcim Ltd.	Schweiz	0,98	0,91	1,01	1,01
Vicat S.A.	Frankreich	0,44	0,53	0,70	0,74
Heidelberg Zement AG	Deutschland	0,72	0,90	0,79	1,00
Texas Industries Inc.	USA	1,19	1,19	1,50	1,50
Ciments Francais S.A.	Frankreich	0,55	0,66	0,75	0,87
Titan Cement Company S.A.	Griechenland	0,36	0,35	0,59	1,14
CEMEX S.A.B. de C.V.	Mexiko	0,95	0,95	0,86	0,86
Mittelwert		0,63	0,73	0,80	0,94
Median		0,61	0,76	0,78	1,00

Quelle: Bloomberg

Im Ergebnis liegt der von EY angesetzte Beta-Faktor von 0,82 in der Mitte der von uns berechneten Bandbreite und kann insoweit zunächst als angemessen angesehen werden. Die Zweijahresbetrachtung zeigt allerdings auch deutlich niedrigere Beta-Faktoren, insbesondere bei einer Verwendung des nationalen Index. Aufgrund der oben beschriebenen Analysen halten wir aber eine Verwendung von regionalen Indizes aufgrund der bei Dyckerhoff und den Peer-Group-Unternehmen vorliegenden internationalen Ausrichtung für eher geeignet und erachten zudem vor dem Hintergrund der oben ausgeführten Argumente für eine starke

Tendenz zu einer Fünfjahresbetrachtung im Fall von Dyckerhoff die untere Bandbreite (Zweijahreszeitraum/nationaler Index) nicht für allzu repräsentativ.

4. 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- bzw. der Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Kostensteigerungen können durch Rationalisierungsmaßnahmen ohne Gewinneinbußen aufgefangen oder bei geeigneter Marktposition an die Kunden weitergegeben 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. Zwar werden in einzelnen Planjahren durchaus deutlich höhere Wachstumsraten von den Unternehmen angestrebt und auch erzielt. Es zeigt sich jedoch, dass die Unternehmen regelmäßig auch Gewinneinbrüche erleiden. Im Durchschnitt führte dies in der Vergangenheit zu einem Wachstum unterhalb der Inflationsrate.

Wenn damit zu rechnen ist, dass ein Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben oder aus anderen Gründen ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen, so ist vom Kapitalisierungszins ein so genannter „Wachstumsabschlag“ abzuziehen. Die Höhe dieses Wachstumsabschlags bringt zum Ausdruck, welches Ergebniswachstum für das betrachtete Unternehmen

nachhaltig zu erwarten ist. Im Planungszeitraum ist ein solcher Abschlag demgegenüber nicht anzusetzen, da hier die zu erwartende Ergebnisentwicklung bereits vollständig im Rahmen der Planung, die eine Planung auf Basis nominaler Werte darstellt, berücksichtigt ist.

Die von der Europäischen Zentralbank angestrebte Preissteigerungsrate beträgt 2,0%. Aufgrund der empirischen Erkenntnisse über die tatsächlich erreichten Gewinnsteigerungen von Unternehmen in Deutschland wäre eine durchschnittliche Wachstumsrate von 1,0% zu erwarten, die von der Bewertungsgutachterin auch im Falle von Dyckerhoff unterstellt wurde. Wir halten diesen Ansatz mit Blick auf den hohen Reifegrad und die ausgeprägten Stagnationstendenzen der meisten der für Dyckerhoff relevanten geographischen Märkte für sachgerecht und angemessen, zumal die hohe Wachstumsdynamik, die die Planung für Russland und die Ukraine vorsieht, auch für diese sich noch vergleichsweise dynamisch entwickelnden Regionen einen Großteil des Wachstumspotenzials bis zum Ende des Planungszeitraums abbilden dürfte.

5. Zusammenfassende Darstellung des Kapitalisierungszinssatzes

Auf Basis der oben dargestellten Überlegungen kommt die Bewertungsgutachterin auf die nachfolgend dargestellten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze:

Dyckerhoff Konzern Kapitalisierungszinssatz nach Steuern	Budget 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Ewige Rente 2018 ff.
Basiszinssatz nach pers. Steuern (Deutschland)	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%
Marktrisikoprämie nach pers. Steuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta-Faktor (unlevered)	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
Beta-Faktor (relevered)	1,05	1,05	1,04	1,03	1,01	1,02
Risikozuschlag nach pers. Steuern*	5,78%	5,77%	5,74%	5,68%	5,55%	5,60%
Kapitalisierungszins nach pers. Steuern**	7,44%	7,43%	7,40%	7,34%	7,21%	7,26%
Wachstumsabschlag						1,00%
Kapitalisierungszins nach pers. Steuern u. Wachstum	7,44%	7,43%	7,40%	7,34%	7,21%	6,26%

* MRP nach pers. Steuern x Beta-Faktor relevered; **Basiszins nach pers. Steuern + Risikozuschlag nach pers. Steuern

VII. Ertragswert

Im Folgenden ist die Ermittlung des Ertragswertes zum 12. Juli 2013 zusammenfassend dargestellt:

Dyckerhoff Konzern	Budget	Estimation	FC	FC	FC	Ewige Rente
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis nach Steuern, Minderheiten und Wachstumsfinanzierung	83,0	120,5	143,6	161,1	164,9	154,2
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>52,2%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>
Ausschüttung	43,3	60,3	71,8	80,5	82,4	77,1
Pauschale Abgeltungsteuer inkl. SolZ auf Ausschüttung	-11,4	-15,9	-18,9	-21,2	-21,7	-20,3
Nettoausschüttung	31,9	44,4	52,9	59,3	60,7	56,8
Thesaurierung	39,7	60,3	71,8	80,5	82,4	77,1
Pauschale Abgeltungsteuer inkl. SolZ auf Thesaurierung	-5,2	-7,9	-9,5	-10,6	-10,9	-10,2
Fiktive Netto-Zurechnung	34,5	52,3	62,3	69,9	71,6	66,9
Zu kapitalisierende Zahlungsüberschüsse	66,4	96,7	115,2	129,2	132,3	123,7
Eigenkapitalkostensatz	7,44%	7,43%	7,40%	7,34%	7,21%	6,26%
Ertragswert zum 01.01.2013	1.814,5	1.883,1	1.926,2	1.953,5	1.967,6	1.977,1
Aufzinsungsfaktor zum 12.Juli 2013	1,04					
Ertragswert zum 12. Juli 2013	1.884,9					

Der Ertragswert von Dyckerhoff zum 12. Juli 2013 beläuft sich damit auf rund € 1.884,9 Mio.

VIII. Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag

Der Unternehmenswert von Dyckerhoff wurde fachgerecht zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2012 ermittelt und anschließend auf den Bewertungsstichtag (12. Juli 2013) aufgezinst.

IX. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen liegt nach dem IDW S 1 vor, wenn Vermögensgegenstände frei veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu beeinflussen. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen wurde bei Dyckerhoff durch die Bewertungs-

gutachterin in Form von nicht betriebsnotwendigen Grundstücken und Teilen des Anlagevermögens identifiziert.

Im Eigentum von Dyckerhoff befinden sich zahlreiche Grundstücke, die aktuell und auf absehbare Zeit nicht als Produktions- oder Abbaufäche genutzt werden. Darüber hinaus werden nicht mehr genutzte Teile von Zementwerken, insbesondere in dem stillgelegten Werk in Akbulak, Russland, als veräußerbar angesehen. Die im Konzernabschluss zum 31.12.2012 als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien betreffen Verwaltungsgebäude und nicht betrieblich genutzte Grundstücke in Osnabrück sowie ein bebautes Grundstück in Luxemburg.

Zur Identifizierung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hat EY mit der Gesellschaft einen Fragebogen konzipiert, der an alle wesentlichen Landesgesellschaften versendet wurde. Für das damit als nicht betriebsnotwendig klassifizierte Vermögen liegen in den überwiegenden Fällen keine externen Gutachten mit aktuellen Verkehrswerten vor, da es sich vor allem um landwirtschaftlich genutzte Teilflächen der Werke in den verschiedenen Ländern handelt. Hilfsweise wurden mit dem Management von Dyckerhoff und auf Basis verfügbarer Vergleichsdaten Marktpreisschätzungen für die Grundstücke vorgenommen.

Die folgende Übersicht zeigt die nach dieser Analyse resultierenden Werte für das nicht betriebsnotwendige Vermögen von Dyckerhoff:

Dyckerhoff Konzern	Buchwert	Aktuelle
Gesondert zu bewertendes Vermögen	31.12.2012	Marktwerte
	€ Mio.	€ Mio.
Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten	23,4	38,9
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	2,7	8,1
Zur Veräußerung bestimmte langfristige Vermögenswerte	9,5	9,5
Sonstiges Sachanlagevermögen	17,3	17,3
Sonstige Aktiva	2,3	3,4
Gesondert zu bewertendes Vermögen	55,3	77,2

Ertragsteuerliche Auswirkungen auf die Buchgewinne sowie abzuziehende Minderheitenanteile wurden berücksichtigt. Der um Steuer- und Minderheiteneffekte geminderte Nettozeitwert beläuft sich auf € 61,1 Mio. und wird als Sonderwert erfasst.

Wir haben die Abgrenzung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens nachvollzogen und halten die Vorgehens- und Berechnungsweise von EY vor dem Hintergrund der vorliegenden Datenlage für sachgerecht. Die angesetzten Werte halten wir für angemessen.

X. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Der Unternehmenswert von Dyckerhoff und der Wert je Aktie ermittelt sich nach unseren Berechnungen wie nachfolgend aufgeführt:

Dyckerhoff Konzern	
Unternehmenswert je Aktie	12.07.2013
	€ Mio.
Ertragswert	1.884,9
Gesondert zu bewertendes Vermögen	61,1
Unternehmenswert	1.946,0
Anzahl der Stamm- und Vorzugsaktien	41.265.553
Unternehmenswert je Aktie (in €)	47,16

XI. Sensitivitätsanalysen

Wir haben den von EY ermittelten Ertragswert einer Sensitivitätsanalyse unterzogen. Wir haben dabei für die wesentlichen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes (Basiszins, Marktrisiko­prämie und Beta-Faktor) Sensitivitäten berechnet. Daneben haben wir die Auswirkungen einer Verwendung länderspezifischer Kapitalisierungszinssätze und einer Variation der wesentlichen Prämissen der ewigen Rente geprüft.

1. Parameter des Kapitalisierungszinssatzes

Hinsichtlich der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes haben wir die Sensitivität des aktuell im historischen Vergleich sehr niedrigen Basiszinsniveaus untersucht.

In dem ersten Szenario haben wir die Sensitivitäten einer Variation des Basiszinssatzes in Kombination mit einer Variation der Marktrisikoprämie betrachtet. Der Beta-Faktor blieb in diesem Szenario stabil bei 0,82.

		Marktrisikoprämie				
		4,00%	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%
Basiszinssatz	2,00%	67,97	60,34	54,07	48,84	44,40
	2,25%	64,87	57,85	52,05	47,16	42,99
	2,50%	62,05	55,57	50,17	45,59	41,67
	2,75%	59,47	53,47	48,43	44,13	40,43
	3,00%	57,10	51,52	46,80	42,76	39,26
	3,50%	52,90	48,04	43,88	40,28	37,13
	4,00%	49,29	45,01	41,30	38,07	35,23

Im Rahmen der Würdigung ist zu beachten, dass einerseits im Rahmen der Eurokrise zwar das Basiszinsniveau auf ein im historischen Vergleich ausgesprochen niedriges Niveau gesunken ist. Andererseits haben sich die Risikoprämien, die am Kapitalmarkt für risikobehaftete Anlageformen gefordert werden, deutlich erhöht. Letzterem Trend hat der FAUB beim IDW mit der Empfehlung einer Anhebung der Risikoprämie Rechnung getragen, so dass wir im Zusammenspiel des niedrigen aktuellen Basiszinssatzes von 2,25% und der auf 5,5% erhöhten Marktrisikoprämie (nach persönlicher Einkommensteuer) ein insgesamt ausgewogenes Set an Bewertungsparametern sehen.

In einem zweiten Szenario haben wir die Sensitivitäten der von uns ermittelten Bandbreite jeweils argumentativ vertretbarer Beta-Faktoren zwischen 0,70 und 0,90 untersucht.

Beta-Faktor	0,70	0,75	0,82	0,85	0,90
Bandbreite Unternehmenswert pro Aktie	55,46	51,72	47,16	45,40	42,71

Die Bandbreite zeigt die hohe Sensitivität des Betafaktors. Wie im Abschnitt VI.3. dargestellt, halten wir den Betafaktor von 0,82 als Mittelwert dieser Bandbreite für vertretbar und angemessen.

2. Länderspezifische Kapitalisierungszinssätze

In einem weiteren Szenario haben wir die Auswirkungen der expliziten Berücksichtigung von Länderrisiken auf den Unternehmenswert untersucht.

Länderrisiken haben durch die aktuelle Krise einiger Staaten im Euroraum und den damit verbundenen sichtbaren Anstieg originärer Länderrisiken wie z.B. der Möglichkeiten von „Staatsinsolvenzen“ an Bedeutung in der Bewertungspraxis gewonnen. Neben der Situation angespannter Staatsfinanzen und dem damit verbundenen Risiko erheblicher makroökonomischer Schocks, z.B. im Falle der Zahlungsunfähigkeit eines Staates, die sich dann auch in drastisch verschlechterten ökonomischen Rahmenbedingungen gerade für eine von Infrastrukturinvestitionen stark abhängigen Industrie wie der Zement- und Betonbranche äußern, umfassen Länderrisiken teilweise insbesondere aber auch Risiken aus einer unsicheren Rechts- und teilweise auch Sicherheitslage, die im Falle einer Zuspitzung der politischen Situation zu einer rechtlichen oder faktischen Entwertung des dort belegenen Eigentums führen kann. Sofern originäre Länderrisiken in Form finanzieller, politischer oder rechtlicher Instabilität des Staatsapparats negativ auf die Unternehmensentwicklung durchschlagen, spricht man auch von „derivativen Länderrisiken“, also besonderen Risiken für die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, die ihren Ursprung in der Instabilität staatlicher Institutionen haben. Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist (nur) solchen derivativen Länderrisiken Rechnung zu tragen.

Soweit derivative Länderrisiken nicht explizit in der Unternehmensplanung des zu bewertenden Unternehmens berücksichtigt worden sind, kann ergänzend ein zusätzlicher Risikozuschlag zu den nach dem CAPM bzw. Tax-CAPM ermittelten Kapitalkosten einbezogen werden.⁹

Nach der Unternehmensplanung von Dyckerhoff werden insbesondere aus den Ländern Ukraine und Russland wesentliche Teile der zukünftigen Zahlungsströme erwartet. Nach unserer Analyse der entsprechenden Planungsrechnungen wurden für diese Länder, ebenso

⁹ Zur Vereinbarkeit des (Tax-)CAPM-Ansatzes mit der Verwendung von Länderrisikoprämien vergleiche auch unsere Ausführungen in Abschnitt VI. der Prüfungsfeststellungen im Einzelnen.

wie für alle anderen Länder, keine Auswirkungen aus derivativen Länderrisiken bei der Planung der zu erwarteten Zahlungsströme berücksichtigt. Gleichzeitig wurden auf Inflationserwartungen (in lokaler Währung) der einzelnen Länder beruhende Preissteigerungen in der Planung angesetzt, die sich in entsprechenden Wachstumsraten von Umsatz und Ergebnis ausdrücken, und zwar in Verbindung mit der Prämisse konstanter Wechselkurse zwischen Euro und den teilweise deutlich stärker inflationierenden lokalen Währungen. Damit unterstellt die Planung nach unserer Einschätzung einen Aufbau makroökonomischer Spannungen und damit steigender Risiken, dass es zu Anpassungsreaktionen z.B. beim Wechselkurs kommt. Vor diesem Hintergrund halten wir im Rahmen von Sensitivitätsbetrachtungen die Einbeziehung von Länderrisikoprämien in Form eines Zuschlags zu dem ermittelten Kapitalisierungszinssatz für angemessen, um eine mögliche Bewertung primär politischer und rechtlicher Risiken abzubilden.

Für die Bestimmung des Zuschlags zu dem Kapitalisierungszinssatz haben wir die von Damodaran¹⁰ veröffentlichten Länderrisikoprämien in deren aktueller Ausprägung verwendet. Die daraus abgeleiteten Zuschläge auf die länderspezifischen Kapitalisierungszinssätze sind in nachfolgender Tabelle zusammengefasst:

Länderspezifischer Kapitalisierungszinssatz inkl. CRP nach Damodaran	CRP	Budget 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan Ewige Rente 2017	Plan Ewige Rente 2018 ff.
		%	%	%	%	%	%
Polen	1,50%	9,39%	9,36%	9,31%	9,23%	9,06%	8,14%
Tschechische Republik/Slowakei ¹	1,28%	9,17%	9,14%	9,09%	9,01%	8,84%	7,91%
Russland	2,25%	10,14%	10,11%	10,06%	9,98%	9,81%	8,89%
Ukraine	9,00%	16,89%	16,86%	16,81%	16,73%	16,56%	15,64%

¹ Aus Wesentlichkeitsgründen wurde die Slowakei mit der Tschechischen Republik in Summe betrachtet.

Unter Berücksichtigung des oben dargestellten Kapitalisierungszinssatzes ergibt sich ein Unternehmenswert je Aktie von € 35,24.

Es zeigt sich, dass eine aus unserer Sicht gut vertretbare Abbildung von besonderen makroökonomischen und politischen wie rechtlichen Risiken bestimmter Länder, die so in der Pla-

¹⁰ http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.

nung von Dyckerhoff keine Berücksichtigung gefunden haben, zu nennenswert niedrigeren Ertragswerten je Aktie geführt hätte.

3. Variierung der wesentlichen Prämissen der ewigen Rente

Zudem haben wir die Unternehmenswertsensitivität durch die Variierung der Ausschüttungsquote sowie der nachhaltigen EBITDA- und Reinvestitionsrate ermittelt.

Ausschüttungsquote

Wir haben zunächst die Ausschüttungsquoten der im Abschnitt VI.3. festgelegten Peer-Group untersucht. In der nachfolgenden Tabelle ist das Ausschüttungsverhalten der in der Peer-Group enthaltenen Unternehmen der letzten 5 Jahren dargestellt, in dem wir aus dem Gewinn je Aktie und der Dividende je Aktie die prozentuale Ausschüttung berechnet haben:

Unternehmen	2008	2009	2010	2011	2012	5-Jahres	
						Mittelwert	Median
Lafarge S.A.	24,2%	72,2%	34,6%	24,2%	66,7%	44,4%	34,6%
Cementos Portland Valderrivas S.A.	34,8%	35,6%	0,0%	n/a	n/a	23,4%	34,8%
Italcementi S.p.A.	35,2%	46,9%	73,0%	n/a	n/a	51,7%	46,9%
Cementir Holding S.p.A.	19,5%	31,6%	101,7%	210,5%	38,5%	80,4%	38,5%
Buzzi Unicem S.p.A.	18,8%	26,9%	n/a	41,7%	n/a	29,1%	26,9%
Holcim Ltd.	33,0%	30,4%	40,7%	116,3%	59,9%	56,0%	40,7%
Vicat S.A.	27,5%	35,2%	33,2%	41,2%	52,3%	37,9%	35,2%
Heidelberg Zement AG	0,8%	40,0%	13,7%	18,8%	29,2%	20,5%	18,8%
Texas Industries Inc.	9,4%	n/a	n/a	n/a	27,8%	18,6%	18,6%
Ciments Francais S.A.	41,8%	46,9%	53,8%	50,3%	n/a	48,2%	48,6%
Titan Cement Company S.A.	16,6%	11,9%	6,1%	0,0%	n/a	8,6%	9,0%
Mittelwert	23,8%	37,8%	39,6%	62,9%	45,7%	38,1%	
Median	24,2%	35,4%	34,6%	41,4%	45,4%		34,8%

Aus dem Ausschüttungsverhalten der betrachteten Peer-Group lassen sich grundsätzlich ansteigende Ausschüttungsquoten ableiten. Im Durchschnitt lagen sie zwischen 35% und 40% und damit unterhalb der nachhaltig angesetzten Ausschüttungsquote für Dyckerhoff von 50%. Wir haben daher bezogen auf die Ergebnisse der Ausschüttungsanalyse der Peer-Group und der in der Vergangenheit bei DAX- und MDAX-Unternehmen beobachtbaren Ausschüttungsquoten von 40% bis 60% eine Bandbreite von 35% bis 60% für die nachhaltige Ausschüttungsquote zugrunde gelegt:

Nachhaltige Ausschüttungsquote	35%	40%	45%	50%	55%	60%
Bandbreite Unternehmenswert pro Aktie	48,25	47,88	47,52	47,16	46,79	46,43

Aufgrund der vergleichsweise geringen Sensitivitäten der Ausschüttungsquote und der an andere Stelle werterhöhenden Ansätze, z.B. durch die Nichtberücksichtigung von Steuerbelastungen bei erforderlichen konzerninternen Ausschüttungen aus den jeweiligen Ländern nach § 8b KStG, halten wir den ermittelten Unternehmenswert unter Ansatz einer nachhaltigen Ausschüttungsquote von 50% für angemessen.

Nachhaltige EBITDA- und Reinvestitionsrate

Bei der nachhaltigen Reinvestitionsrate haben wir eine Bandbreite zwischen € 110 Mio. und € 130 Mio. für die Berechnung von Sensitivitäten auf den Unternehmenswert betrachtet. Diese stellen im Ergebnis unserer Analyse die Eckwerte einer Bandbreite vertretbarer Ansätze für die nachhaltige Reinvestitionsrate dar. Gleichzeitig haben wir die nachhaltige EBITDA-Marge in einer Bandbreite zwischen 17,7% und 18,9% variiert:

Nachhaltige Reinvestitionen (in € Mio.)	Nachhaltige EBITDA-Marge		
	17,7%	18,3%	18,9%
110	46,82	49,35	52,23
120	44,63	47,16	50,04
130	42,44	44,97	47,85

Die Variierung der wesentlichen nachhaltigen Prämissen bei der Ewigen Rente zeigt im Vergleich zu den Auswirkungen bei der Variierung des Beta-Faktors moderate Veränderungen des Unternehmenswerts je Aktie.

XII. Vereinfachte Preisfindungen auf Basis des Multiplikatorverfahrens

Dem Standard IDW S 1 folgend hat EY zur Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse eine Bewertung mit Hilfe von Multiplikatoren vorgenommen. In der Bewertungspraxis üblich ist die Verwendung von EV/EBIT- oder EV/EBITDA-Multiplikatoren. Das Multiplikatorverfahren er-

mittelt Unternehmenswerte durch aus Bewertungen vergleichbarer Unternehmen am Kapitalmarkt abgeleiteter Vervielfältiger, die auf die entsprechenden Kennzahlen (EBIT, EBITDA) des zu bewertenden Unternehmens übertragen werden.

EY hat auf dieser Grundlage nach Abzug der Nettoverschuldung und der Minderheitenanteile eine Bandbreite von € 1.013,0 Mio. bis € 1.570,9 Mio. für Dyckerhoff berechnet. Dies entspricht einer Wertspanne von € 24,55 bis € 38,07 je Stamm- und Vorzugsaktie.

Ergänzend zu der von EY ermittelten Bandbreite haben wir eigene Berechnungen durchgeführt und für die Ableitung der dem Vergleich zugrunde gelegten Multiplikatoren als Basis auf die für die Plausibilisierung des Beta-Faktors zusammengestellte Peer-Group abgestellt. Für die Gewinnerwartungen der betrachteten Geschäftsjahre haben wir hierbei auf Schätzungen des Datendienstleisters Bloomberg zurückgegriffen.

Da einige Gesellschaften innerhalb der Vergleichsgruppe teilweise negative Werte (historisch oder prognostiziert) für das EBITDA bzw. das EBIT aufweisen, sind diese zur Herleitung von Multiplikatoren grundsätzlich ungeeignet und wurden daher aus der Berechnung ausgeschlossen. Eine weitere Gesellschaft wurde ebenfalls aufgrund hoher außerordentlicher Abschreibungen im Jahr 2012 für die Berechnung des durchschnittlichen EBIT-Multiplikators 2012 aus der Peer-Group ausgeschlossen.

Für die von uns angepasste Peer-Group berechnen sich folgende Multiplikatoren für EBITDA und EBIT:

Dyckerhoff Konzern	Median			Mittelwert		
	Trail	2013 BD	2014 ES	Trail	2013 BD	2014 ES
EBITDA-Multiplikator						
EBITDA (bereinigt)	277,6	285,2	318,9	277,6	285,2	318,9
x EBITDA-Multiple	8,5	7,0	6,1	8,0	7,1	6,3
Unternehmenswert	2.368,9	1.989,1	1.950,2	2.213,9	2.034,4	2.010,6
./. Nettofinanzverbindlichkeiten	699,9	699,9	699,9	699,9	699,9	699,9
Unternehmenswert inkl. Minderheiten	1.669,0	1.289,2	1.250,3	1.514,0	1.334,5	1.310,7
./. Anteil Minderheiten	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6
Unternehmenswert EK DY	1.623,4	1.243,6	1.204,7	1.468,4	1.288,9	1.265,1
Anzahl ausstehender Aktien	41.265.553	41.265.553	41.265.553	41.265.553	41.265.553	41.265.553
Wert je Aktie (in EUR)	39,34	30,14	29,19	35,58	31,23	30,66

Dyckerhoff Konzern EBIT-Multiplikator	Median			Mittelwert		
	Trail	2013 BD	2014 ES	Trail	2013 BD	2014 ES
EBIT (bereinigt)	144,1	152,5	187,5	144,1	152,5	187,5
x EBIT-Multiple	18,1	12,2	9,3	20,2	14,3	11,2
Unternehmenswert	2.602,3	1.854,3	1.751,9	2.916,4	2.172,9	2.092,2
./. Nettofinanzverbindlichkeiten	699,9	699,9	699,9	699,9	699,9	699,9
Unternehmenswert inkl. Minderheiten	1.902,4	1.154,4	1.052,0	2.216,5	1.473,0	1.392,3
./. Anteil Minderheiten	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6
Unternehmenswert EK DY	1.856,8	1.108,8	1.006,4	2.170,9	1.427,4	1.346,7
Anzahl ausstehender Aktien	41.265.553	41.265.553	41.265.553	41.265.553	41.265.553	41.265.553
Wert je Aktie (in EUR)	45,00	26,87	24,39	52,61	34,59	32,64

Die beobachtbaren Multiplikatoren EV/EBITDA und EV/EBIT weisen teilweise erhebliche Bandbreiten auf. Insgesamt ist die von uns ermittelte Wertspanne jedoch vergleichbar zu der von EY berechneten. Die vorliegenden Bandbreiten liegen ganz überwiegend unterhalb des ermittelten Ertragswerts. Entsprechend ergibt sich aus der Multiplikatoranalyse kein Hinweis darauf, dass der Ertragswert von Dyckerhoff und damit die aus diesem abgeleitete Barabfindung zu niedrig bemessen sein könnte.

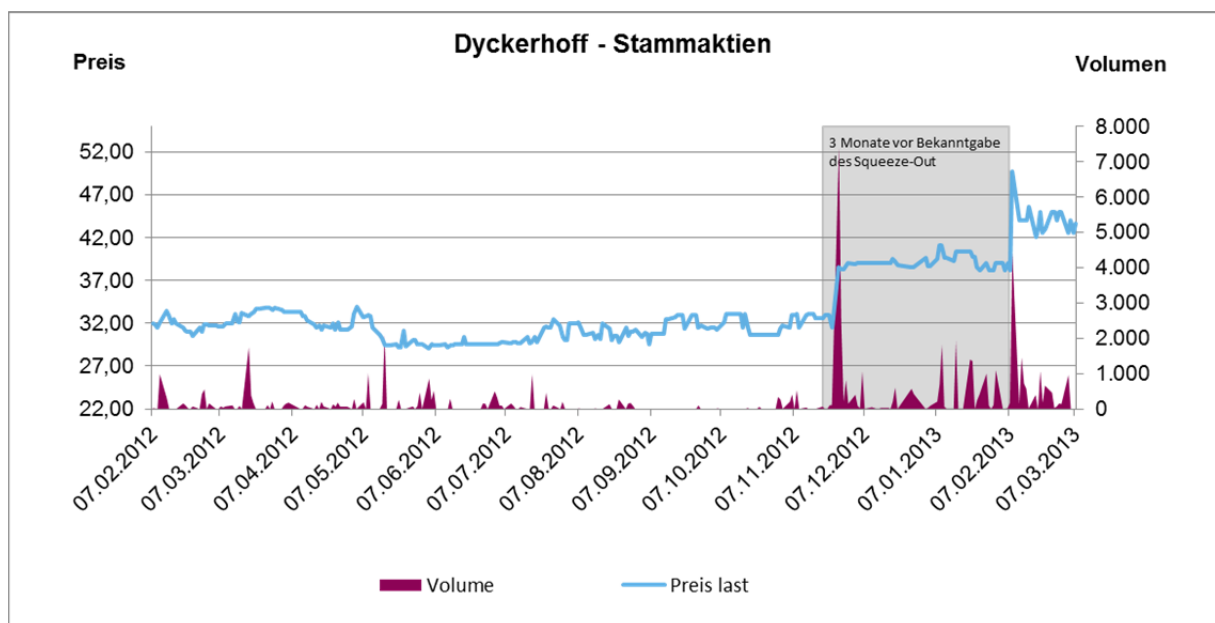
XIII. Börsenwert

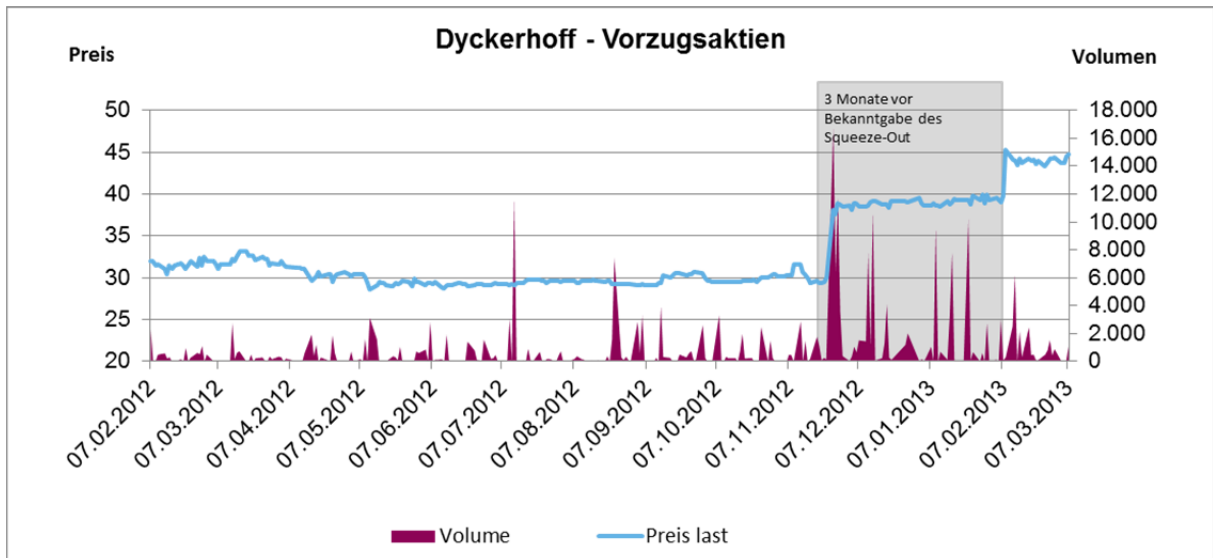
Durch die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 (AktZ. 1 BvR 1613/94) ist für die Festlegung der Barabfindung der Börsenkurs der Aktien als Wertuntergrenze anzusetzen, soweit der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt. Eine Unterschreitung bei der Festlegung der Barabfindung kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs aufgrund illiquider Märkte (Marktenge) nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt oder wenn der festgestellte Börsenkurs manipuliert worden ist.

Das Aktienkapital von Dyckerhoff ist in 20.667.554 nennbetragslose auf den Inhaber lautende Stammaktien (50,08%) und 20.597.999 nennbetragslose auf den Inhaber lautende Vorzugsaktien ohne Stimmrecht (49,92%) eingeteilt. Da beide Aktiengattungen an der Börse gehandelt werden, waren die oben genannten Kriterien separat für beide Aktiengattungen zu prüfen.

Die Aktien von Dyckerhoff sind im Prime Standard in Frankfurt am Main und in Düsseldorf im regulierten Markt sowie an Regionalbörsen im deutschen Freiverkehr notiert. Der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) nach Maßgabe des § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung am 14. März 2013 berechnete gültige Mindestpreis für den Stichtag 7. Februar 2013 betrug **€39,04** je Stammaktie und **€38,29** je Vorzugsaktie.

Die Kursentwicklung und das Handelsvolumen der Dyckerhoff Stamm- und Vorzugsaktien sind nachfolgend grafisch für den Einjahreszeitraum vor Bekanntgabe der Maßnahme dargestellt:





Das Handelsvolumen lag für beide Aktiengattungen in dem betrachteten Zeitraum bis zur Bekanntgabe der geplanten Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre am 8. Februar 2013 auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau, wobei die Vorzugsaktien aufgrund der höheren noch im Streubesitz befindlichen Anzahl an Aktien im Vergleich einen etwas stärkeren Handel aufwiesen.

Maßgeblicher Referenzzeitraum

Für die Berücksichtigung des Börsenkurses ist der maßgebliche Referenzzeitraum festzulegen, aus dem der Börsenkurs ermittelt werden soll. Der Bundesgerichtshof (BGH) geht in seinem Beschluss vom 19. Juli 2010 (Beschluss des II. Zivilsenats - II ZB 18/09) davon aus, dass sich der maßgebliche Börsenkurs aus dem gewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntmachung der Maßnahme ergibt. Demzufolge ist der Zeitraum vom 8. November 2012 bis zum 7. Februar 2013 (Tag vor der Bekanntgabe) zu untersuchen.

In der Rechtsprechung wird davon ausgegangen, dass der Börsenwert entsprechend der allgemeinen branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen ist, wenn zwischen der über die Strukturmaßnahme ent-

scheidenden Hauptversammlung und dem Feststellungszeitpunkt des Börsenwertes (im allgemeinen Bekanntgabe der Maßnahme) ein längerer Zeitraum liegt.¹¹

Im Fall von Dyckerhoff werden zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme (8. Februar 2013) und der über diese entscheidende Hauptversammlung (geplant am 12. Juli 2013) rd. fünf Monate liegen. Die Rechtsprechung sieht einen Zeitraum für eine erforderliche Vorbereitung der Hauptversammlung nach der Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung (Ermittlung der Barabfindung, Prüfung und Ladungsfrist von zwölf Wochen vor der Hauptversammlung) von bis zu sechs Monaten als normal und üblich an.¹² Vor diesem Hintergrund halten wir den Zeitraum zwischen der Mitteilung über die Einleitung des Squeeze-out-Verfahrens und der Hauptversammlung nicht für "länger" im Sinne der BGH-Rechtsprechung und daher eine Anpassung des Börsenkurses nicht für erforderlich.

Relevanz des Börsenkurses

Nach der zuvor genannten höchstrichterlichen Rechtsprechung spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien nicht wider bei illiquiden Märkten (Marktenge) oder wenn der festgestellte Börsenkurs manipuliert worden ist.

Nach in der Gesetzgebung anderer Rechtsgebiete, in der Literatur und vereinzelt auch in der Rechtsprechung vertretener Auffassung kann von einer Marktenge ausgegangen werden, wenn

- im letzten Jahr vor der Bekanntgabe der konzernrechtlichen Maßnahme im Durchschnitt nur an jedem zweiten Tag ein Handel stattgefunden hat (bzw. nach § 5 Abs. 4 WpÜG AngebV, wenn während der letzten drei Monate vor der Bekanntgabe an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden),
- mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen (Kurssprünge; § 5 Abs. 4 WpÜG AngebV),
- der Aktienanteil im Streubesitz weniger als 5% beträgt und

¹¹ Vgl. BGH, Beschl. v. 19. Juli 2010 - II ZB 18/09.

¹² Vgl. OLG Stuttgart, Beschl. v. 17. Oktober 2011 - 20 W 7/11.

- der Streubesitz im vorangegangenen Jahr nicht mindestens einmal umgeschlagen wurde.

Bei der Analyse der Stamm- und Vorzugsaktien zeigte sich grundsätzlich ein vergleichbares Bild. In den drei Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze-out Verlangens der Buzzi am 8. Februar 2013 fand bei den Stammaktien an 42 von 61 Börsentagen und bei den Vorzugsaktien an 52 von 61 Börsentagen ein Handel statt. Der zudem als relevant angesehene Schwellenwert von höchstens 50-66% der Handelstage ohne Handel in dem Jahr vor Bekanntgabe der Maßnahme wurde bei beiden Aktiengattungen nicht überschritten.

Vereinzelte Kurssprünge konnten im betrachteten Zeitraum bei beiden Aktiengattungen grundsätzlich festgestellt werden. Dabei handelte es sich jedoch um vereinzelte, wenige Kurssprünge und nicht mehrere hintereinander, so dass dieses Kriterium für die Irrelevanz des Börsenkurses bei beiden Aktiengattungen nicht erfüllt ist. Der Streubesitz konnte im betrachteten Zeitraum bei beiden Aktiengattungen nicht vollständig umgeschlagen werden. Eigene Auswertungen für den deutschen Aktienmarkt zeigen jedoch, dass dieses Kriterium zu streng ist und sogar von vielen Werten des S-DAX und M-DAX in der Vergangenheit nicht erfüllt wurde, so dass vor diesem Hintergrund von einer Relevanz des Börsenkurses der Stamm- und der Vorzugsaktien ausgegangen werden kann.

Das Kriterium des Aktienanteils im Streubesitz von unter 5% ist im Fall eines Squeeze-out notwendigerweise erfüllt, so dass sowohl der BGH als auch das BVerfG bei Unterschreiten der 5%-Grenze nicht grundsätzlich von der Irrelevanz des Börsenkurses ausgehen.

Insgesamt kommen wir vor diesem Hintergrund zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs als relevant für die Bemessung einer Untergrenze bei der Festlegung der Barabfindung einzustufen ist.

Wir haben vergleichend zu den von der BaFin nach Maßgabe des § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung am 14. März 2013 berechneten Mindestpreisen von **€ 39,04** je Stammaktie und **€ 38,29** je Vorzugsaktie eine eigene Berechnung für beide Akti-

engattungen vorgenommen. Die hierfür notwendigen Informationen haben wir dem Finanzdienstleistungssystem Bloomberg entnommen. Hierbei ergab sich ein volumengewichteter Durchschnittspreis von **€39,19** für die Stammaktien und von **€38,44** für die Vorzugsaktien.

Die positiven Abweichungen bei den Stamm- und Vorzugsaktien haben wir nicht weiter untersucht, da die nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Barabfindung für beide Aktiengattungen zu Werten deutlich über den Börsenkursen geführt hat. Hinsichtlich der Würdigung des höheren durchschnittlichen Börsenkurses der Stamm- gegenüber den Vorzugsaktien bezogen auf den dreimonatigen Referenzzeitraum verweisen wir auf unsere Ausführungen im Abschnitt III unseres Prüfungsberichtes.

XIV. Zusammenfassendes Ergebnis der Prüfungsfeststellungen

Das Ergebnis unserer Prüfung beruht auf den dargelegten Prüfungsfeststellungen.

Die von EY durchgeführte Bewertung nach dem Ertragswertverfahren führte zu einem Ertragswert je Aktie von € 47,16.

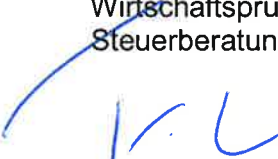
Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Bewertung sowie die ihr zugrunde liegenden Planungsrechnungen eingehend analysiert. Bei Planannahmen und bewertungstechnischen Prämissen, bei denen abweichend vom Vorgehen des Bewertungsgutachters auch eine andere Sichtweise vertretbar wäre, haben wir auf Basis eigenständiger Berechnungen die Auswirkungen auf den Unternehmenswert der Dyckerhoff ermittelt.

In einem weiteren Schritt haben wir mit Hilfe alternativer Bewertungsverfahren, namentlich auf Basis des Multiplikatorverfahrens überprüft, inwiefern die hierbei ermittelten Werte bei der Bemessung der Barabfindung zu berücksichtigen wären. Im Ergebnis ist festzustellen, dass die ermittelten Alternativwerte nicht geeignet sind, den von EY ermittelten Ertragswert je Aktie in Frage zu stellen.

Hamburg, 14. Mai 2013

- 21973/H -

RBS RoeverBroennerSusat GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft



Dr. Erb
CEFA



Zickmann
Wirtschaftsprüfer

**Anhang 1:
Beschluss des
Landgerichts Frankfurt zur
Bestellung als Prüfer**



LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Verfahren

auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach §§ 327c Abs. 2, 293c Abs. 1 AktG
der

Buzzi Unicem S.p.A., Sede Legale, Via Luigi Buzzi 6, 15033 Casale Monferrato (AL), Italien
Zustellungsbevollmächtigter: Rechtsanwalt Dr. Lars Friske, METIS Rechtsanwälte LLP,
Untermainkai 30, 60329 Frankfurt am Main

- Antragstellerin -

betreffend der Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der
Dyckerhoff AG, Wiesbaden

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. M. Müller am 18.2.2013 beschlossen:

Für das geplante Verfahren auf Übertragung von Aktien gegen Barabfindung (§§ 327a ff
AktG) wird die

RBS RoeverBroennerSusat GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
z. Hdn. Herrn Dr. T. Erb
Domstr. 15,
20095 Hamburg

zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung bestellt

Die Kosten dieses Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.

Der Geschäftswert wird auf EURO 500.000,-- festgesetzt.

Gründe:

Das Gericht hält die ausgewählte Gesellschaft für geeignet, die Prüfung durchzuführen. Hinderungsgründe bestehen nach der Erklärungen der bestellten Prüferin vom 15.2.2013 nicht (327a Abs. 2 Satz 4, 293d AktG, § 319 Abs. 1-3, § 319a HGB).

Im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung und insbesondere zur Vermeidung einer neuen Begutachtung in einem ev. Spruchverfahren soll der sachverständige Prüfer in dem Prüfungsbericht zu folgenden Punkten Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen:

1.

An welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit ist ihre Prüfung erfolgt.

2.

Der Prüfer wird im Hinblick auf ein mögliches Spruchverfahren nach § 1 Nr. 3 SpruchG ausdrücklich auf die Ansicht des Gerichts hingewiesen, dass die Absicht des Gesetzgebers bei der vorab Bestellung von Angemessenheitsprüfern in die Praxis der Spruchverfahren nur umgesetzt werden kann, wenn der Bericht des Prüfers gegenüber dem Übertragungsbericht ein eigenständiges Gutachten (vgl. auch BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 390/04 – AG 2007, 544 = NZG 2007, 587) darstellt, das die Parteinähe zur Gesellschaft und hier zum Hauptaktionär vermeidet und Distanz zu dessen Bericht zeigt. Dabei ist zu beachten, dass der Prüfer zwar gerichtlich bestellt wird, seinen Prüfungsbericht aber nicht dem Gericht, sondern der Gesellschaft und den Aktionären erstattet.

Wenn auch gegen eine sog. Parallelprüfung grundsätzlich nichts einzuwenden ist, ist es jedoch angebracht, dass der sachverständige Prüfer über die Art der Zusammenarbeit, zu Diskussionen über kritische Punkte etc., in seinem Gutachten Ausführungen macht, insbesondere in welchen Punkten divergierende Auffassungen des sachverständigen Prüfers zu denen des sog. Bewertungsgutachters bestanden und es ist auszuführen, weshalb die Auffassung des Prüfers oder des sog. Bewertungsgutachters letztlich vorzugswürdig ist.

3.

Aufzuführen ist, aus welchen Quellen der Prüfer die für die Bemessung des Ertragswertes benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag (bei Anwendung der CAPM oder TAX-CAPM: BETA-Faktor, Zusammensetzung einer "peer-

„roup“) abgeleitet hat und warum gerade diese Indizes und/oder geprüften Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzuzugswürdig sind.

Es wird bereits jetzt im Hinblick auf ein etwaiges Spruchverfahren darauf hingewiesen, dass die Kammer hinsichtlich des Basiszinses bislang die Ansicht vertreten hat, dass dieser entsprechend der früheren Empfehlung des Facharbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer – FAUB – (IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a.

Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005 S. 9) anhand der Zinsstrukturkurve zu ermitteln ist. Unabhängig in welcher Weise der sachverständige Prüfer die Ermittlung des Basiszinses für zutreffend erachtet, soll er jedenfalls vergleichend dazu, den Basiszins anhand der Zinsstrukturkurve ermitteln und dies im Einzelnen schriftlich darlegen.

4.

Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendung und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen, warum dies geschehen ist.

5.

Bei den prognostizierten Unternehmenserträgen gilt zunächst dasselbe wie vorstehend zu Ziffer 4. Außerdem ist darzustellen, aus welchen Quellen etwaige Unternehmensplanungen übernommen wurden.

6.

Dem Prüfer wird aufgegeben, zwei Exemplare seines Prüfberichtes (eines davon für die Kammersammlung) für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern er sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes, sowie der Verzinsungsparameter eines Rechenprogramms bedient hat, wird er gebeten, die hierbei erstellte Datei (z.B. Excelsheet) – und ggf. auch eine Datei des Prüfberichts - dem Prüfbericht für das Gericht auf einen gebräuchlichen Datenträger in Kopie (vorzugsweise CD-ROM, USB-Datenträger) beizufügen.

7.

Der Prüfer soll seine Vergütungsvereinbarung mit der Antragstellerin und seine endgültige Honorarabrechnung nach Ende seiner Arbeiten dem Gericht gegenüber offen legen.

8.

Vorsorglich wird der Prüfer darauf hingewiesen, dass er in einem evtl. Spruchverfahren über die Angemessenheit der einer ggf. zu leistenden Ausgleich bzw. Abfindung schriftlich auf

Anforderung des Gerichts Stellung zu nehmen hat und sein Erscheinen in einer etwaigen mündlichen Verhandlung angeordnet werden kann.

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 2 KostO.

Der Geschäftswert bestimmt sich nach § 30 Abs. 2 KostO in Höhe von 5 % des Stammkapitals der Dyckerhoff AG, wobei jedoch die Höchstgrenze von EUR 500.000 zu beachten ist.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Protokoll der Geschäftsstelle einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses, sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Die Beschwerdeschrift ist vom Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Dr. M. Müller



Ausgefertigt
Frankfurt/Main, 18. FEB. 2013

als Urkundsbeamter der Geschäftsstelle

**Anhang 2:
Allgemeine Auftragsbedingungen**

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. § 54 a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt; dies gilt auch dann, wenn eine Haftung gegenüber einer anderen Person als dem Auftraggeber begründet sein sollte. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfaßt sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in 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:

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

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

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

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

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

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

12. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

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

13. Annahmeverzug und unterlassene Mitwirkung des Auftraggebers

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

14. Vergütung

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

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

15. Aufbewahrung und Herausgabe von Unterlagen

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