



**Bericht**  
**über die Prüfung der Angemessenheit**  
**der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG**  
**i. V. m. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG**  
**anlässlich der beabsichtigten Übertragung der**  
**Aktien der Minderheitsaktionäre**  
**der**  
**Software Aktiengesellschaft**  
**Darmstadt**  
**auf die**  
**Mosel Bidco AG**  
**München**

Heidelberg  
16. April 2024  
568590-1

---

Inhaltsverzeichnis

---

	<u>Seite</u>
A. Auftrag und Auftragsdurchführung.....	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung .....	7
C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung .....	10
I. Angaben zur Angemessenheit der Bewertungsmethode .....	10
1. Grundsätzliche Vorgehensweise .....	10
2. Ertragswertverfahren .....	13
3. Liquidationswert.....	13
4. Multiplikator-Verfahren.....	14
5. Börsenkurs .....	15
6. Prüfungsfeststellung .....	15
II. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen .....	16
1. Bewertungsobjekt .....	16
a) Rechtliche Grundlagen .....	16
b) Abgrenzung Bewertungsobjekt .....	17
c) Verkauf von Geschäftsaktivitäten.....	17
d) Wirtschaftliche Grundlagen.....	18
e) Steuerliche Grundlagen .....	22
2. Markt- und Wettbewerbsumfeld .....	23
a) Vorbemerkungen .....	23
b) Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen.....	23
c) Spezifisches Markt- und Wettbewerbsumfeld .....	26
3. Bewertungsstichtag .....	36
4. Ableitung der finanziellen Überschüsse der SAG.....	37
a) Unternehmensplanung .....	37
i. Planungssystematik und -prozess .....	37
ii. Planungsgüte .....	40
iii. Vergangenheitsanalyse .....	43
iv. Analyse der Planungsrechnung .....	56
b) Modifikationen Bewertungsgutachter und Bilanzplanung .....	66
c) Finanzergebnis.....	67
d) Ertragsteuern.....	68
e) Nachhaltiges Ergebnis.....	69
f) Wachstumsabschlag.....	70
g) Ausschüttungsannahmen .....	72
h) Ertragsteuern der Anteilseigner .....	73
i) Ableitung des zu kapitalisierenden Ergebnisses .....	74
5. Kapitalisierungszinssatz .....	75

---

 Inhaltsverzeichnis
 

---

	<u>Seite</u>
a) Grundlagen.....	75
b) Basiszinssatz.....	75
c) Marktrisikoprämie .....	78
d) Betafaktor .....	83
e) Angesetzter Kapitalisierungszinssatz.....	95
6. Ertragswert SAG.....	96
7. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen .....	97
8. Unternehmenswert und Wert je Aktie .....	101
9. Plausibilisierung des Unternehmenswertes anhand von Multiplikatoren .....	102
10. Börsenkurs .....	103
a) Vorbemerkungen .....	103
b) Kursentwicklung im Referenzzeitraum.....	106
c) Effektive Informationsbewertung nach Rechtsprechung .....	107
d) Effektive Informationsbewertung ökonomische Sichtweise .....	109
e) Dreimonatsdurchschnittskurs.....	109
f) Fazit zum Börsenkurs .....	111
III. Besondere Schwierigkeiten der Bewertung .....	111
D. Festgelegte Barabfindung .....	112
E. Prüfungsergebnis und abschließende Erklärung .....	113

---

Bei den dargestellten Werten kann es zu Rundungsdifferenzen kommen, da Berechnungen mit den exakten Werten erfolgten.

---

## Anlagenverzeichnis

---

- Anlage 1:                    Beschlüsse des Landgerichts Frankfurt am Main vom 15. Februar 2024  
sowie 20. Februar 2024
- Anlage 2:                    Übersicht zu den wesentlichen Besprechungen
- Anlage 3:                    Verschuldete Betafaktoren und Verschuldungsgrade der Software  
Aktiengesellschaft sowie der Vergleichsunternehmen
- Anlage 4:                    Allgemeine Auftragsbedingungen

---

## Abkürzungsverzeichnis

---

A&N	Adabas & Natural
AAB	Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024
Abs.	Absatz
Adabas	Adaptable Data Base System
AG	Aktiengesellschaft
AI	Artificial Intelligence
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
API	Application Programming Interfaces
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BPM	Business Process Management
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
c. p.	ceteris paribus
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
COVID	Corona Virus Disease
Cumulocity	Cumulocity IoT
CVA	Certified Valuation Analyst
d. h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cashflow
DB	Digital Business
DBMS	Datenbank-Management-System
dbPaaS	Database Platform-as-a-Service
Dipl.-Ök.	Diplom-Ökonom
e.V.	eingetragener Verein
e	Estimates
EAM	Enterprise Architecture Management

---

**Abkürzungsverzeichnis**


---

EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EK	Eigenkapital
EMEA	Europe, Middle East und Africa
ERP	Enterprise-Resource-Planning
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
FALK	FALK GmbH & Co KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	folgende
FK	Fremdkapital
Gartner	Gartner Inc.
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GoF	Geschäfts- oder Firmenwert
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Abteilung B des Handelsregisters
i. d. F.	in der Fassung, in dieser Fassung
i. d. R.	in der Regel
i. H. v.	in Höhe von
i. V. m	in Verbindung mit
IBM	International Business Machines Corporation
IDC	International Data Corporation
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund
inkl.	inklusive
IoT	Internet of Things
ISIN	International Securities Identification Number
IT	Information Technology
IW	Institut der deutschen Wirtschaft
KfH	Kammer für Handelssachen
KI	Künstliche Intelligenz

---

**Abkürzungsverzeichnis**

---

KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
L.L.C.	Limited Liability Company
LG	Landgericht
lt.	laut
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Mio.	Million
Mosel Bidco	Mosel Bidco AG
Mrd.	Milliarde
MRP	Marktrisikoprämie
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MTP	Mid-Term-Plan
N.V.	naamloze vennootschap (belgische Aktiengesellschaft)
Nr.	Nummer
o. Ä.	oder Ähnliches
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum
PS	Professional Services
PPM	Project Portfolio Management
R&D	Research & Development
rd.	rund
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S&P	Standard&Poor's
S.	Seite/Satz
SaaS	Software as a Service
SAG	Software AG
SE	Societas Europaea
SOFR	Secured Overnight Financing Rate
sog.	so genannte/r
SoZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
StB	Steuerberater
Tz.	Textziffer
u. a.	unter anderem
u. U.	unter Umständen
UmwG	Umwandlungsgesetz
USA	United States of America
USD	US-Dollar

---

Abkürzungsverzeichnis

---

US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
v.	von
vgl.	vergleiche
WKN	Wertpapierkennnummer
WP	Wirtschaftsprüfer
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	WpÜG-Angebotsverordnung
XETRA	Exchange Electronic Trading
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
ZB	Beschwerden, Rechtsbeschwerden, weitere Beschwerden, Beschwerden gegen die Nichtzulassung der Revision nach dem Bundesentschädigungsgesetz
zzgl.	zuzüglich



**A. Auftrag und Auftragsdurchführung**

Am 19. Januar 2024 hat die Software Aktiengesellschaft im Rahmen einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt gegeben, dass die

**Mosel Bidco AG,  
München,**

(damals noch Mosel Bidco SE; im Folgenden auch „Mosel Bidco“)

derzeit Aktien von rd. 93,33 % des Grundkapitals an der

**Software Aktiengesellschaft,  
Darmstadt,**

(im Folgenden auch „SAG“ oder „Gesellschaft“  
und zusammen mit ihren Tochterunternehmen „SAG-Konzern“)

besitzt. Gleichzeitig wurde mitgeteilt, dass die Mosel Bidco nach § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. § 327a ff. AktG verlangt, dass die Hauptversammlung der SAG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (im Folgenden auch „Minderheitsaktionäre“) auf die Mosel Bidco als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt („verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out“).

Die Mosel Bidco ist eine durch von Silver Lake verwaltete oder beratene Fonds kontrollierte Holdinggesellschaft (im Folgenden zusammen „Silver Lake“) und hält ausweislich des Aktienregisters der SAG 69.109.807 der insgesamt 74.000.000 auf den Namen lautenden Stückaktien der SAG. Die SAG hält keine eigenen Anteile. Somit entspricht der Anteil der Mosel Bidco rd. 93,39 % am Grundkapital der SAG.

Befinden sich bei einer Verschmelzung einer Aktiengesellschaft auf eine andere Aktiengesellschaft durch Aufnahme Aktien in Höhe von mindestens 90 % des Grundkapitals der übertragenden Aktiengesellschaft in der Hand der übernehmenden Gesellschaft, kann die Hauptversammlung der übertragenden Aktiengesellschaft nach § 62 Abs. 5 UmwG innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags einen Beschluss nach § 327a Abs. 1 S.1 AktG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung fassen.

Die Mosel Bidco und die SAG haben am 15. April 2024 einen Verschmelzungsvertrag geschlossen, der die Angabe enthält, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der SAG erfolgen soll.

Die Ableitung der Höhe der Barabfindung beruht auf einer Unternehmensbewertung der SAG, die im Auftrag der Mosel Bidco von der KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, (im Folgenden auch „KPMG“ oder „Bewertungsgutachter“) durchgeführt wurde.

Die zu gewährende Barabfindung wurde – ausgehend von der Bewertung von KPMG – durch die Mosel Bidco festgelegt.

Die Ausführungen von KPMG zum Unternehmenswert der SAG sowie die Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG sind im Bericht der Mosel Bidco als Hauptaktionärin der SAG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der SAG auf die Mosel Bidco sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 S. 1 AktG vom 15. April 2024 (nachfolgend auch „Übertragungsbericht“ genannt) wiedergegeben.

Nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

Auf Antrag der Mosel Bidco wurde die FALK GmbH & Co KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Mannheim, (im Folgenden auch „FALK“) vom Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 15. Februar 2024 sowie dem berichtigenden Beschluss vom 20. Februar 2024 gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG zur sachverständigen Prüferin bestellt (Anlage 1). Die Mosel Bidco hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung beauftragt.

Bei der Durchführung unserer Prüfung standen uns insbesondere folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Übertragungsbericht der Mosel Bidco vom 15. April 2024 sowie vorangegangene Entwürfe
- Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Software AG und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der KPMG vom 9. April 2024 sowie vorangegangene Entwürfe (im Folgenden auch „Bewertungsgutachten“)
- Geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehene Konzernabschlüsse der SAG für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023
- Geschäftsberichte der SAG der Geschäftsjahre 2021 bis 2023

- Planungsrechnungen der SAG für die Geschäftsjahre 2024 bis 2028 mit Stand vom 28. März 2024 inklusive Detailinformationen und Erläuterungen zu einzelnen Posten sowie zu den Effekten aus der Veräußerung des Integrationsgeschäftes und des Produkts Trendminer
- Protokolle der Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen der SAG der 3 vergangenen Kalenderjahre sowie Protokolle des Jahres 2024 (zur Einsichtnahme)
- Satzung der SAG in der Fassung von Juli 2023
- Organigramm der SAG vom 13. Februar 2024
- Steuerliche Unterlagen der SAG
- Branchen- und Marktstudien
- Kaufvertrag nebst Anlagen sowie weitere Unterlagen im Zusammenhang mit dem Verkauf des Integrationsgeschäftes
- Kaufvertrag nebst Anlagen sowie weitere Unterlagen im Zusammenhang mit dem Verkauf des Produkts Trendminer
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters
- Öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ

Als Auskunftspersonen standen uns der Vorstand der SAG sowie von diesem benannte Mitarbeiter des SAG-Konzerns, der Vorstand der Mosel Bidco sowie von diesem benannte Mitarbeiter von Silver Lake sowie Mitarbeiter des Bewertungsgutachters KPMG zur Verfügung. Alle von uns erbetenen Auskünfte wurden erteilt.

Der Vorstand der SAG sowie der Vorstand der Mosel Bidco haben uns gegenüber unter dem Datum dieses Prüfungsberichts eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass uns sämtliche für unsere Prüfung relevanten Informationen und Unterlagen zur Verfügung gestellt worden sind und dass diese richtig sind.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW): Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i. d. F. 2008) zugrunde gelegt.

Wir haben unsere Prüfung vom 19. Februar 2024 bis zum Tag der Unterzeichnung dieses Prüfungsberichts insbesondere in unseren Büroräumen in Mannheim und Heidelberg durchgeführt. Unsere Prüfungsarbeiten haben wir somit vor Abschluss der Bewertungsarbeiten des Bewertungsgutachters aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von derartigen Prüfungen üblich und durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertung ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.

Wir wurden mit Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 15. Februar 2024 gebeten, im Prüfungsbericht darzustellen, an welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit unsere Prüfung erfolgt ist.

Die Prüfung hat – wie vorstehend dargestellt – parallel zu der Bewertung durch die KPMG stattgefunden. Das Landgericht Frankfurt am Main stellt hierzu fest, dass gegen eine sogenannte Parallelprüfung grundsätzlich nichts einzuwenden ist, es jedoch angebracht ist, dass die sachverständige Prüferin über die Art der Zusammenarbeit mit einem ggf. von der Gesellschaft beauftragten Bewertungsgutachter, zu Diskussionen über kritische Punkte etc., in ihrem Gutachten Ausführungen macht. Insbesondere soll ausgeführt werden, in welchen Punkten divergierende Auffassungen der sachverständigen Prüferin zu denen des Bewertungsgutachters bestanden, und es ist auszuführen, weshalb die Auffassung der Prüferin oder des Bewertungsgutachters letztlich vorzugswürdig ist.

Am 21. Februar 2024 hat ein erstes Gespräch zwischen KPMG und FALK stattgefunden, in dem KPMG uns vor allem den Stand der Bewertung, den Zeitplan und erste Besonderheiten des Bewertungsobjektes erläutert hat. Ferner wurde der Datenaustausch besprochen.

Die angeforderten Daten sowie Arbeitspapiere zu Bewertungsparametern wurden uns im Wesentlichen von der KPMG weitergeleitet und teilweise direkt von der SAG zur Verfügung gestellt. Erste Daten wurden uns am 27. Februar 2024 bereitgestellt.

Die wesentlichen Gespräche – insbesondere zur Planung, zu wesentlichen Bewertungsparametern und ein wöchentlicher Jour Fixe zum Stand der Bewertung und Prüfung – haben über Videokonferenzsysteme stattgefunden (vgl. dazu Anlage 2).

Wir haben die Erkenntnisse aus den Gesprächen, den vorgelegten Unterlagen der SAG und den vorgelegten Arbeitspapieren der KPMG unabhängig und eigenverantwortlich analysiert und gewürdigt.

Etwaige divergierende Auffassungen zwischen KPMG und FALK wurden besprochen. Soweit auch nach den Gesprächen noch abweichende Auffassungen bestanden, haben wir die Bedeutung für die Angemessenheit der Barabfindung analysiert und unsere Sichtweise sowie die Bedeutung für die Angemessenheit der Barabfindung im Prüfungsbericht dargestellt.

Die bei der Prüfung eingesetzten verantwortlichen Mitarbeiter verfügen über die folgenden einschlägigen Qualifikationen:

- WP/StB Andreas Dörschell ist Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Dipl.-Ökonom und seit mehr als 25 Jahren in der Bewertung von Unternehmen tätig. Er ist Mitglied im Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW. Er ist Mitautor der im IDW-Verlag erschienenen Werke „Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung“ sowie „Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung“.
- WP/StB Bastian Wenk ist seit mehr als 15 Jahren Wirtschaftsprüfer und Steuerberater. Er ist zudem seit rd. 10 Jahren in der Bewertung von Unternehmen und in der transaktionsnahen Beratung tätig. Seit 2018 ist er Certified Valuation Analyst (CVA).
- Dr. Gerrit Lütkeschümer ist seit rd. 15 Jahren im Bereich der Unternehmensbewertung tätig, wurde 2012 zu einem Thema im Bereich der Unternehmensbewertung promoviert und gibt seit 2017 regelmäßig Seminare zu Themenbereichen der Unternehmensbewertung. Er hat an einer Vielzahl von Prüfungen zur Angemessenheit der Barabfindung im Rahmen von Squeeze-outs oder dem Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen wesentlich mitgewirkt.

Sollten sich zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der SAG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung, die für den 24. Mai 2024 vorgesehen ist, wesentliche Änderungen bei Bewertungsparametern oder der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage ergeben, wären diese Änderungen bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen. Daher werden wir zum Stichtag der Hauptversammlung eine Aktualisierungsprüfung durchführen.

Grundsätzlich basiert unsere Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung auf den zur Verfügung gestellten Unterlagen. Diese haben wir kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung unterzogen. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der §§ 316 ff. HGB haben wir somit nicht vorgenommen. Diese sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung.

Dieser Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wurde ausschließlich für den vorstehend dargestellten Zweck erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld sowie in der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der SAG sowie die Vorlage in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out. Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen Zweck bestimmt und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung nicht außerhalb dieses Zwecks an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 4 diesem Bericht beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 (nachfolgend auch „AAB“ genannt) maßgebend.

## B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß §§ 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 S. 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.

Somit haben wir geprüft, ob die von der Mosel Bidco festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Gegebenheiten bei der SAG als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir im Zusammenhang mit diesem Prüfungsbericht nicht vorgenommen und ist nach den gesetzlichen Regelungen auch nicht vorzunehmen.

Die gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 S. 3 AktG bestellte, sachverständige Prüferin hat nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i. V. m. §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Barabfindung angemessen ist. Im Prüfungsbericht ist in sinngemäßer Anwendung von § 293e AktG anzugeben:

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

Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich auf der Basis einer Überprüfung der von der KPMG durchgeführten Bewertung der SAG beurteilen, die die Grundlage für die Festlegung der Barabfindung durch die Mosel Bidco darstellt. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch die sachverständige Prüferin ist dazu grundsätzlich nicht erforderlich.

Somit hat die sachverständige Prüferin die der Ermittlung der Abfindung zugrundeliegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Bei einer Bewertung anhand eines Zukunftserfolgswertverfahrens ist insbesondere zu untersuchen, ob die bewertungsrelevanten Faktoren sachgerecht abgeleitet worden sind und ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel sind.

Laut Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 15. Februar 2024 soll im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung und insbesondere zur Vermeidung einer neuen Begutachtung in einem eventuellen Spruchverfahren die sachverständige Prüferin in dem Prüfungsbericht zu folgenden Punkten Stellung nehmen und Ausführungen machen:

1. *„An welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit ist die Prüfung erfolgt.*
2. *Die Prüferin 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 Vorabbestellung 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) 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 Gesellschaftern erstattet.*

*Wenn auch gegen eine sog. Parallelprüfung grundsätzlich nichts einzuwenden ist, ist es jedoch angebracht, dass die sachverständige Prüferin über die Art der Zusammenarbeit mit einem ggf. von der Gesellschaft beauftragten Bewertungsgutachter, zu Diskussionen über kritische Punkte etc., in ihrem Gutachten Ausführungen macht, insbesondere in welchen Punkten divergierende Auffassungen der sachverständigen Prüferin zu denen des sog. Bewertungsgutachters bestanden, und es ist auszuführen, weshalb die Auffassung der Prüferin oder des sog. Bewertungsgutachters letztlich vorzugswürdig ist.*

3. *Aufzuführen ist, aus welchen Quellen der Prüfer die für die Bemessung des (Ertrags)wertes benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag (bei Anwendung der CAPM oder TAX-CAPM: BETA-Faktor, u. U. Zusammensetzung einer „peer-group“) abgeleitet hat und warum gerade diese Indizes und/oder gegriffenen Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind.*
4. *Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen 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.“*



Nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i. V. m. §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e Abs. 2, 293a Abs. 2 und 3 AktG brauchen in den Bericht Tatsachen nicht aufgenommen zu werden, deren Bekanntwerden geeignet ist, einem der vertragschließenden Unternehmen einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen. In diesem Falle sind in dem Bericht die Gründe, aus denen die Tatsachen nicht aufgenommen worden sind, darzulegen.

Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung der Gesellschaft sowie Arbeitspapiere des Bewertungsgutachters zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen im Wesentlichen mit Vertretern der Gesellschaft und der KPMG erörtert und auf ihre Plausibilität hin beurteilt. Als Maßstab für die Plausibilitätsbeurteilung haben wir auf den IDW Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (Stand: 02.01.2017) abgestellt.

Gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 S.1 AktG hat die Hauptaktionärin der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht). Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, entsprechend den gesetzlichen Regelungen nicht Gegenstand unserer Prüfung. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns allein insoweit mit dem vorgelegten Bericht befasst, als er relevante Angaben über den Prüfungsgegenstand enthält.

Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Unser Prüfungsbericht gibt die Ergebnisse unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder.

## C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

### I. Angaben zur Angemessenheit der Bewertungsmethode

#### 1. Grundsätzliche Vorgehensweise

Als Grundlage für die Festlegung der Barabfindung durch die Mosel Bidco werden die Ergebnisse der Unternehmensbewertung von KPMG verwendet. KPMG hat den Unternehmenswert der SAG zunächst als objektivierten Unternehmenswert anhand des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 i. d. F. 2008 unter Berücksichtigung von Sonderwerten bzw. von nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerten ermittelt. KPMG hat die Bewertung auf „Stand-alone-Basis“ vorgenommen und keine Synergieeffekte berücksichtigt, die erst durch den Bewertungsanlass realisiert werden können (sog. Echte Synergien). Hinsichtlich der Synergieeffekte, die sich auch ohne die Durchführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs realisieren lassen (sog. Unechte Synergien), wurde von der KPMG festgestellt, dass solche im vorliegenden Bewertungsfall nicht vorliegen.

KPMG hat auf eine Ermittlung eines Liquidationswertes verzichtet, da im vorliegenden Fall das Bewertungsobjekt unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen sei, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde.

Ergänzend zum Ertragswert wurde von KPMG im konkreten Bewertungsfall die Eignung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage für die Barabfindung betrachtet.

KPMG erachtet das Multiplikator-Verfahren im vorliegenden Fall für nicht aussagekräftig und hat daher auf eine Ermittlung verzichtet.

Zu den verwandten Methoden stellen wir Folgendes fest:

Der Gesetzgeber schreibt keine bestimmte Methode für die Bewertung von Unternehmen vor. Aus Sicht des BGH ist entscheidend, dass es sich um eine in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannte und in der Praxis gebräuchliche Methode handelt.<sup>1</sup> Eine Methode scheidet nach Ansicht des BGH nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Vgl. BGH v. 29.09.2015 – II ZB 23/14.

<sup>2</sup> Vgl. BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.

Der IDW Standard IDW S 1 i. d. F. 2008, auf den KPMG abgestellt hat, legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten.<sup>3</sup>

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich nach IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 4 unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen). Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d. h. seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Zur Ermittlung dieses Unternehmenswertes als Barwert wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert.

Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht. Dagegen kommt dem Substanzwert bei der Ermittlung des Unternehmenswertes keine eigenständige Bedeutung zu (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 5 f.).

Der Unternehmenswert wird nach IDW S 1 i. d. F. 2008 grundsätzlich als Zukunftserfolgswert ermittelt. In der Unternehmensbewertungspraxis haben sich als gängige Verfahren das Ertragswertverfahren und das Discounted-Cashflow-Verfahren herausgebildet (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 7). Beide Verfahren beruhen auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen; bei gleichen Bewertungsannahmen bzw. -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 101).

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten dienen. Sie ersetzen aber keine Unternehmensbewertung (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 13).

Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des

---

<sup>3</sup> IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 1.

objektivierten Unternehmenswerts anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 29).

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen; jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 34). Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 33). So genannte unechte Synergieeffekte sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen.

Die im IDW S 1 i. d. F. 2008 verankerten vorstehend in Teilen dargestellten Grundsätze zur Unternehmensbewertung stellen eine in der Rechtsprechung anerkannte Expertenauffassung für ein methodisch zutreffendes Vorgehen bei der Ermittlung von Unternehmenswerten dar.<sup>4</sup> Objektivierte Unternehmenswerte nach IDW S 1 i. d. F. 2008, in denen ausschließlich unechte Synergien Berücksichtigung finden, werden nach unserer Kenntnis im Zusammenhang mit aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen überwiegend herangezogen.

Nach unserer Beurteilung ist es daher methodisch angemessen, den Unternehmenswert der SAG grundsätzlich auf Basis des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 i. d. F. 2008 in Form des Ertragswertverfahrens, einem in der Wissenschaft, Betriebswirtschaftslehre sowie Rechtsprechung anerkannten Verfahren, zu ermitteln.

Da der BGH mit Beschluss vom 21. Februar 2023 nun festgestellt hat, dass der Börsenkurs eines Unternehmens bei Einhaltung bestimmter Voraussetzungen allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sein kann,<sup>5</sup> halten wir es zudem für sachgerecht, dass KPMG auch die Eignung des Börsenkurses im konkreten Bewertungsfall als alleinige Schätzgrundlage für die Barabfindung betrachtet hat.

Nachfolgend wird zunächst das Ertragswertverfahren nach IDW S 1 i. d. F. 2008 sowie der Börsenkurs methodisch erläutert. Anschließend werden die übrigen von KPMG zur Plausibilisierung betrachteten Methoden dargestellt und ebenfalls methodisch gewürdigt.

<sup>4</sup> Vgl. hierzu auch OLG Stuttgart v. 15.10.2013 - 20 W 3/13.

<sup>5</sup> Vgl. BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.

## 2. Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrundeliegende Planungsrechnung kann auf Grundlage von handelsrechtlichen oder internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen (z. B. IFRS, US GAAP) erstellt sein (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 102).

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an den Investor bestimmt, die er zu seiner freien Verfügung hat. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der inländischen und ausländischen Ertragsteuern des Unternehmens und grundsätzlich der auf Grund des Eigentums am Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 28).

Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wird der objektivierte Unternehmenswert im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt. Bei dieser (unmittelbaren) Typisierung sind demgemäß zur unmittelbaren Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern sachgerechte Annahmen zu deren Höhe sowohl bei den finanziellen Überschüssen als auch beim Kapitalisierungszinssatz zu treffen (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 31).

KPMG hat die allgemeine Methodik des verwendeten Ertragswertverfahrens im Bewertungsgutachten auf den Seiten 44 bis 47 erläutert.

Im Einklang mit IDW S 1 i. d. F. 2008 ermittelt KPMG den Ertragswert unter expliziter Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern.

## 3. Liquidationswert

Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 141).

Insbesondere bei schlechter Ergebnislage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation (Zerschlagung oder Verkauf) des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen. In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder

tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 140).

Im vorliegenden Bewertungsfall hat der Bewertungsgutachter auf eine explizite Ableitung eines Liquidationswerts verzichtet, da unter anderem keine Anhaltspunkte für einen Liquidationswert oberhalb des Fortführungswerts vorlagen.

Wir halten die Einschätzung von KPMG zur Relevanz des Liquidationswertes aufgrund der von uns vorgenommenen Analysen zur Höhe des Ertragswerts sowie des Börsenkurses unter Beachtung des Buchwerts des Eigenkapitals und etwaiger bei einer Liquidation realisierbarer stiller Reserven sowie entstehender Liquidationskosten für sachgerecht.

#### **4. Multiplikator-Verfahren**

Vereinfachte Preisfindungen im Sinne von Multiplikator-Verfahren können Anhaltspunkte für eine Plausibilitätsbeurteilung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach den DCF-Verfahren bieten (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 143).

Bei der Multiplikator-Bewertung handelt es sich um einen marktorientierten Bewertungsansatz, der auf am Markt bereits zustande gekommenen Preisen und damit auf am Markt verarbeiteten Informationen basiert. Ein Multiplikator spiegelt dabei das Verhältnis einer Bezugsgröße (z. B. Umsatz, EBITDA oder EBIT) zum Marktwert eines Unternehmens wider, der für mit dem Bewertungsobjekt vergleichbare Unternehmen auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten und veröffentlichten Unternehmensinformationen ermittelt wird. Der „Wert“ eines Unternehmens resultiert dann aus dem Produkt der spezifischen Bezugsgrößen des Bewertungsobjektes mit dem Multiplikator der vergleichbaren Unternehmen.

Vereinfachte Preisfindungen dienen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 der Plausibilitätskontrolle und können nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten. Nach unserer Einschätzung lassen sich individuelle Gegebenheiten eines Unternehmens bei einer Bewertung anhand von Multiplikatoren in der Regel nicht ausreichend berücksichtigen.

Aus diesem Grund sehen wir es als sachgerecht an, dass KPMG die Barabfindung nicht anhand des Multiplikator-Verfahrens ermittelt und das Verfahren lediglich im Hinblick auf eine Plausibilitätskontrolle des Bewertungsergebnisses in Betracht gezogen hat.

Im Hinblick auf eigene Plausibilitätsüberlegungen unter Beachtung von Multiplikatoren verweisen wir auf Abschnitt C.II.9.

## 5. Börsenkurs

Die Aktien der SAG waren zum Zeitpunkt des Verlangens nach Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs im Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungspflichten (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse unter der Wertpapierkennnummer („WKN“) A2GS40 sowie der International Securities Identification Number („ISIN“) DE000A2GS401 zugelassen. Darüber hinaus wurden die Aktien über das elektronische Handelssystem XETRA und im Freiverkehr der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über das elektronische Handelssystem Tradegate gehandelt. Somit war es grundsätzlich möglich, einen Börsenkurs zu ermitteln.

Nach einer Entscheidung des BVerfG<sup>6</sup> ist der Börsenkurs der Aktie eines Unternehmens dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gegenüberzustellen. Ein existierender Börsenkurs darf bei der Bemessung der Abfindung somit grundsätzlich nicht unberücksichtigt bleiben. Demnach bildet der Börsenkurs in der Regel die Untergrenze der angemessenen Abfindung.

Der BGH hat nun mit Beschluss vom 21. Februar 2023 festgestellt, dass der Börsenkurs eines Unternehmens grundsätzlich allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sein kann.<sup>7</sup> Das OLG Frankfurt hat mit Beschluss vom 9. Februar 2024 ferner festgestellt, dass dies auch im Hinblick auf die Ableitung der Barabfindung im Rahmen eines Squeeze-outs gilt.<sup>8</sup>

Sowohl der BGH als auch das OLG Frankfurt am Main weisen darauf hin, dass die Eignung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage von der Einhaltung bestimmter Voraussetzungen im konkreten Bewertungsfall abhängt.

Aus diesem Grund ist es nach unserer Beurteilung angemessen, dass KPMG den Börsenkurs auf die Eignung als alleinige Schätzgrundlage hin analysiert hat.

Im Hinblick auf die konkrete Eignung und Ableitung des Börsenkurses im hier vorliegenden Bewertungsfall verweisen wir auf Abschnitt C.II.10.

<sup>6</sup> BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94.

<sup>7</sup> Vgl. BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.

<sup>8</sup> Vgl. OLG Frankfurt am Main v. 9.02.2024 – 21 W 129/22.

## **6. Prüfungsfeststellung**

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung sind die von KPMG verwendeten Methoden angemessen, um die Höhe der Barabfindung zu ermitteln.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung anhand der vorstehenden Methoden verweisen wir auf den nachfolgenden Abschnitt.

### **II. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen**

#### **1. Bewertungsobjekt**

##### **a) Rechtliche Grundlagen**

Bewertungsobjekt ist die Software Aktiengesellschaft einschließlich ihrer Beteiligungen im In- und Ausland.

Die SAG hat ihren Sitz in Darmstadt und ist im Handelsregister B des Amtsgerichts Darmstadt unter HRB 1562 eingetragen.

Der satzungsmäßige Gegenstand des Unternehmens ist die Herstellung und kaufmännische Verwertung von Datenverarbeitungslösungen sowie aller anderen Produkte aus dem Gebiet der Datenverarbeitung einschließlich der Erbringung aller damit zusammenhängenden Dienstleistungen. Die Gesellschaft kann alle Handlungen vornehmen, die zur Erreichung des Gesellschaftszweckes angebracht sind. Sie kann andere Betriebe errichten und erwerben und sich an anderen Unternehmen gleicher oder verwandter Art beteiligen. Die Gesellschaft kann ihre Tätigkeit auch auf einen Teil der bezeichneten Arbeitsgebiete beschränken.

Das Geschäftsjahr der Gesellschaft entspricht dem Kalenderjahr.

Die SAG verfügt über ein Grundkapital in Höhe von EUR 74.000.000, das in 74.000.000 auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilt ist. Der rechnerische Anteil einer Aktie am Grundkapital der SAG beträgt hiernach EUR 1,00. Die Gesellschaft hält keine eigenen Aktien.

Zum Zeitpunkt des Abschlusses unserer Arbeiten hält die Mosel Bidco 69.109.807 auf den Namen lautende Stückaktien, was einem Anteil von rd. 93,39 % am Grundkapital der SAG entspricht. Die übrigen Aktien befinden sich im Streubesitz.



Die Aktien der SAG waren im Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungspflichten (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse unter der WKN A2GS40 sowie der ISIN DE000A2GS401 zugelassen. Darüber hinaus wurden die Aktien über das elektronische Handelssystem XETRA und im Freiverkehr der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über das elektronische Handelssystem Tradegate gehandelt.

Die Mosel Bidco hat am 18. Dezember 2023 angekündigt, den Aktionären der SAG ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot gegen Zahlung einer Geldleistung in Höhe von EUR 32,00 je Aktie zu unterbreiten. Am 26. Januar 2024 wurde die entsprechende Angebotsunterlage veröffentlicht. Die Annahmefrist hat am 26. Januar 2024 begonnen und endete am 23. Februar 2024. Am 20. Februar 2024 wurde die Entscheidung der Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse veröffentlicht, dass der beantragte Widerruf der Zulassung zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse mit Ablauf des 23. Februar 2024 wirksam wird. Ferner hat die SAG verlangt, dass der Handel mit den Aktien an allen anderen Börsen ebenfalls eingestellt wird.

Zum Zeitpunkt der Erstellung unseres Berichts wird die Aktie der SAG ausschließlich im Freiverkehr der Hamburger Wertpapierbörse gehandelt. Der Handel erfolgt ohne Antrag der SAG.

#### **b) Abgrenzung Bewertungsobjekt**

Die Software AG ist die Muttergesellschaft des Software-AG-Konzerns und stellt jährlich einen Konzernabschluss nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen (IFRS) auf.

Im Konzernabschluss der SAG wurden zum 31. Dezember 2023 9 Unternehmen mit Sitz im Inland und 64 Unternehmen mit Sitz im Ausland vollkonsolidiert. Hierbei handelt es sich bei allen Unternehmen um 100%-Beteiligungen.

Darüber hinaus hält die SAG Minderheitenanteile an 5 weiteren Gesellschaften (vgl. hierzu Abschnitt C.II.7).

#### **c) Verkauf von Geschäftsaktivitäten**

Am 18. Dezember 2023 hat die SAG bekannt gegeben, dass sie eine Vereinbarung über den Verkauf der Geschäftsaktivitäten webMethods und StreamSets (im Folgenden zusammen „Integrationsgeschäft“) mit der International Business Machines Corporation, Armonk/USA („IBM“) getroffen hat. Das Integrationsgeschäft war bislang Teil des Geschäftsbereichs Digital Business der SAG. Ebenfalls Bestandteil der Vereinbarung sind die Teile des Geschäftsbereichs Professional Services der SAG, welche sich auf Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Integrationsgeschäft beziehen.

Gemäß dem Kaufvertrag vom 18. Dezember 2023 beträgt der vereinbarte Kaufpreis EUR 2,13 Mrd., vorbehaltlich üblicher Anpassungen zum Vollzug der Transaktion. Der Kaufvertrag enthält Klauseln zur Bestimmung des finalen Kaufpreises zum Vollzugszeitpunkt der Transaktion. Die Klauseln umfassen hierbei u. a. die Berücksichtigung von Nettofinanzschulden, Netto-Umlaufvermögen, Transaktionskosten sowie Kontrollwechselklauseln.

Der Vollzug der Transaktion steht unter dem Vorbehalt des Eintritts allgemein üblicher Closing-Bedingungen einschließlich behördlicher Genehmigungen, oder des Verzichts auf deren Eintritt. Der Vollzug der Transaktion wird für das Ende des zweiten Quartals 2024 erwartet.

Mit Kaufvertrag vom 18. März 2024 erfolgte die Veräußerung des Produkts Trendminer. Gemäß dem Kaufvertrag beträgt der vereinbarte Basiskaufpreis EUR 47 Mio. vorbehaltlich üblicher Anpassungen zum Vollzug der Transaktion. Auch der Vollzug dieser Transaktion steht unter dem Vorbehalt des Eintritts allgemein üblicher Closing-Bedingungen einschließlich behördlicher Genehmigungen, oder des Verzichts auf deren Eintritt. Der Vollzug der Transaktion wird für das Ende des zweiten Quartals 2024 erwartet. Im Zusammenhang mit dem Verkauf des Produkts Trendminer ist geplant die Anteile an der Trendminer N.V., Hasselt/Belgien zu veräußern.

Die Abbildung des Integrationsgeschäftes und des Produkts Trendminer sowie der dazugehörigen Teile des Geschäftsbereichs Professional Services im Rahmen der Unternehmensbewertung erfolgt als Sonderwert. Hierzu verweisen wir auf Abschnitt C.II.7.

#### **d) Wirtschaftliche Grundlagen**

Die SAG ist ein weltweiter Anbieter von Softwarelösungen in den Bereichen Datenbankmanagement, IT-Portfoliomanagement, Geschäftsprozessanalyse und Internet der Dinge (Internet of Things „IoT“).

Das Unternehmen gliedert sich in die 3 Geschäftsbereiche **Adabas & Natural (A&N)**, **Digital Business (DB)** und **Professional Services (PS)**. Die beiden Bereiche A&N und DB umfassen hierbei das Produktgeschäft der SAG.

Zum besseren Verständnis der einzelnen Geschäftsbereiche sowie der einzelnen Produkte der SAG werden nachfolgend die verschiedenen Lizenzmodelle bzw. Vertragsmodelle sowie die Arten der Bereitstellungsmodelle der Software kurz erläutert.

## Vertragsmodelle:

- **Dauerlizenz (Perpetual License):** Bei einer Dauerlizenz erwirbt der Nutzer eine Software und kann diese dauerhaft nutzen. Updates oder Upgrades auf neuere Versionen der Software sind i. d. R. in der Dauerlizenz nicht unmittelbar enthalten. Zusätzlich kann der Kunde Wartungsverträge abschließen, die Support-Leistungen und Produktupdates umfassen.
- **Befristete Lizenz (Subskription):** Bei einer befristeten Lizenz erwirbt der Nutzer das Recht, die Software für einen bestimmten Zeitraum zu nutzen, und zahlt in dem Zeitraum eine regelmäßige Gebühr. Während der Laufzeit hat der Nutzer i. d. R. Zugriff auf die neueste Version der Software. Zusätzlich können Verträge für Support und Wartungsdienste abgeschlossen werden.
- **Software as a Service (SaaS):** Beim SaaS-Modell zahlt der Nutzer – wie auch beim Subskriptionsmodell – eine regelmäßige Gebühr. Hierbei kann der Kunde die bereitgestellten Produkte typischerweise über das Internet beziehen.

## Bereitstellungsmodelle:

- **On-Premise:** Bei On-Premise-Lösungen erfolgt die Bereitstellung der Softwarelösungen auf der Infrastruktur der Kunden selbst.
- **Cloud:** Hier erfolgt die Bereitstellung auf der Cloud-Infrastruktur eines Drittanbieters (z. B. Microsoft Azure, Amazon Web Services o. Ä.) oder auf einer von der SAG verwalteten Cloud-Infrastruktur.
- **Hybrid:** Der Hybrid-Ansatz ist eine Mischform von On-Premise und cloudbasierter Bereitstellung. Dies bedeutet, dass ein Teil der Bereitstellung lokal auf Servern oder Geräten der Nutzer selbst und ein Teil cloudbasiert erfolgt.

Aufgrund der Anforderungen des Marktes sowie der Strategie der SAG erfolgte in den letzten Jahren eine entsprechende Umstellung von Dauerlizenzen auf Subskriptionsverträge und SaaS-Modelle.

Der **Geschäftsbereich A&N** umfasst die Produkte Adabas, Natural und CONNX. **Adabas** (Adaptable Data Base System) ist ein Hochleistungs-Datenbankmanagementsystem zur Verwaltung großer Datenmengen. Adabas unterstützt Transaktionsverarbeitung sowie die Speicherung und Abfrage von Daten in verschiedenen Formaten. Es wird häufig in unternehmenskritischen Umgebungen eingesetzt. **Natural** ist die dazugehörige Entwicklungsumgebung für die Erstellung von Anwendungen. Mit Natural können Entwickler effizient Anwendungen erstellen, die auf den Daten der

Adabas-Datenbanken basieren. Natural ist eng mit Adabas integriert, kann aber auch mit anderen Datenbanken verwendet werden. **CONNX** ist eine Datenzugriffs- und Integrationslösung, die die nahtlose Kommunikation zwischen unterschiedlichen Datenquellen, Anwendungen und Plattformen ermöglicht, unabhängig davon, ob sie lokal oder in der Cloud gehostet werden. Kunden in diesem Geschäftsbereich sind insbesondere solche aus den Bereichen Bankwesen, Versicherungen und öffentliche Verwaltung. Im Geschäftsbereich A&N liegt der strategische Fokus auf der Umstellung auf Subskriptionsverträge des Bestandskundenstamms. Die Lösungen von A&N sind On-Premise auf Großrechnern bei Kunden installiert, sodass der Bereich keine eigenständigen Cloud-Lösungen anbietet.

Der Geschäftsbereich **DB** untergliedert sich in die 3 Produktlinien Application Programming Interfaces Management (API-Management), Integration & Microdevices, IoT & Analytics sowie Business Transformation. Vor dem Hintergrund des Verkaufs des Integrationsgeschäfts an IBM wird die Produktlinie API Management und Integration & Microdevices in diesem Bericht nachfolgend nicht näher beschrieben. Ebenso wird das Produkt Trendminer aufgrund des Verkaufs nicht näher dargestellt.

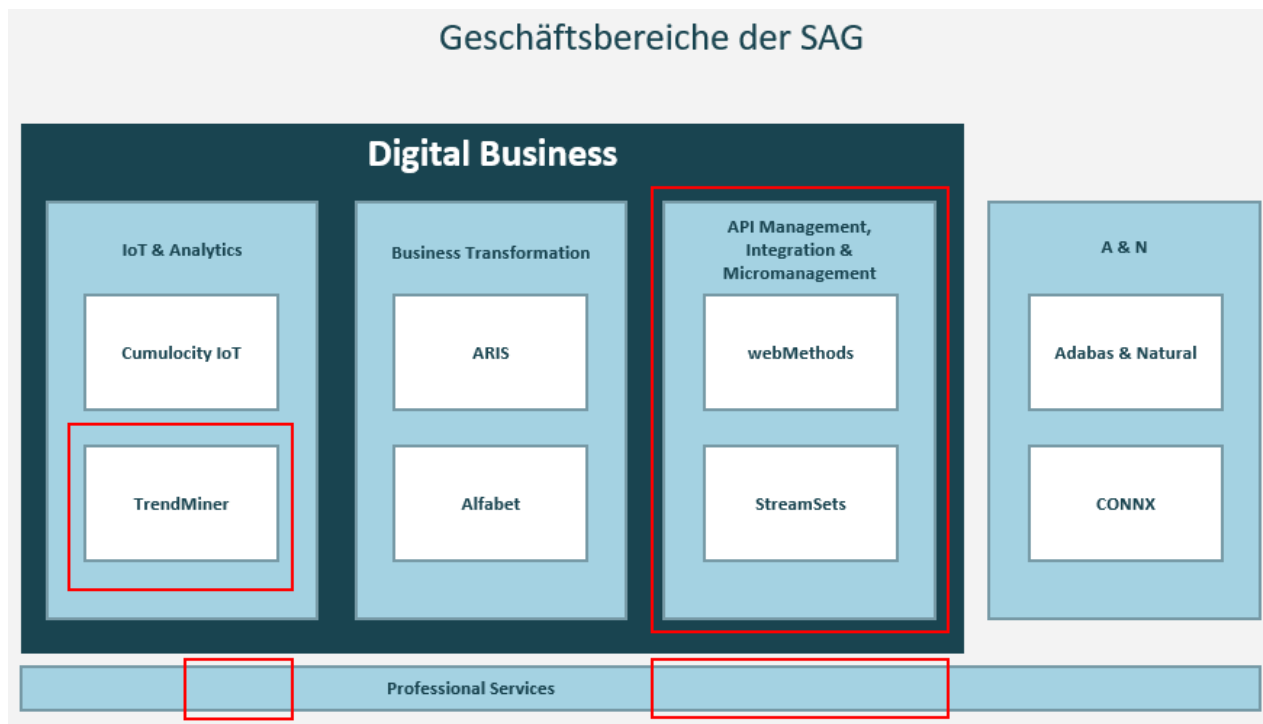
Die Produktlinie **IoT & Analytics** umfasst nach dem Verkauf des Produkts Trendminer noch die Marke **Cumulocity IoT** (im Folgenden auch „Cumulocity“). Cumulocity ist eine IoT-Plattform, die Unternehmen dabei unterstützt, ihre IoT-Geräte und -Daten effizient zu verwalten, zu überwachen und zu analysieren. Die Plattform bietet Funktionen wie Geräteverwaltung, Datenvisualisierung, Analytik, Fernüberwachung und -steuerung sowie Integration mit bestehenden Unternehmenssystemen.

Die Produktlinie **Business Transformation** umfasst verschiedene Lösungen und Dienstleistungen, die Unternehmen bei der Modernisierung, Optimierung und Transformation ihrer Geschäftsprozesse unterstützen. Der Bereich umfasst die Produkte ARIS und Alfabet. **ARIS** ist eine Plattform für Geschäftsprozessmanagement, die es Unternehmen ermöglicht, ihre Geschäftsprozesse zu modellieren, zu analysieren und zu optimieren. **Alfabet** ist eine Plattform für Enterprise Architecture Management (EAM) und eine IT-Portfolio Management-Software, die es Unternehmen ermöglicht, ihre IT-Landschaft zu erfassen, zu analysieren und zu optimieren.

Im Geschäftsbereich DB liegt der strategische Fokus auf der Umstellung auf SaaS- und Subskriptionsverträge.

Der Geschäftsbereich **PS** erbringt Implementierungs-, Entwicklungs- und Upgrade-/Migrationsdienstleistungen im Zusammenhang mit dem Produktportfolio der SAG. Der Bereich PS unterstützt mit seinen Dienstleistungen sowohl den Bereich A&N als auch DB. Teile des Bereichs PS sind – wie zuvor dargestellt – Bestandteil des Verkaufs von Geschäftsaktivitäten.

Nachfolgend vereinfachend dargestellt sind die aktuellen Geschäftsbereiche der SAG – vor Verkauf des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer – sowie deren Kernprodukte. Farblich markiert wurden die Teile, die nach den Transaktionen nicht mehr Bestandteil der SAG sind:



Nachfolgend aufgeführt sind die Umsatzerlöse der Geschäftsbereiche ausweislich der geprüften Abschlüsse der Jahre 2021 bis 2023 sowie die Pro-Forma-Zahlen unter Berücksichtigung des Verkaufs des Integrationsgeschäfts sowie des Produkts Trendminer:

SAG - Kennzahlen						
	2021		2022		2023	
	in Mio. EUR	in %	in Mio. EUR	in %	in Mio. EUR	in %
<b>Umsatzerlöse lt. Geschäftsbericht:</b>						
Digital Business	469,5	56,3	559,9	57,5	597,1	59,7
Adabas & Natural	214,5	25,7	251,1	25,8	246,6	24,7
Professional Services	149,8	18,0	162,6	16,7	156,6	15,7
<b>Summe</b>	<b>833,8</b>	<b>100,0</b>	<b>973,6</b>	<b>100,0</b>	<b>1.000,3</b>	<b>100,0</b>
<b>Pro-Forma-Umsatzerlöse</b>						
Digital Business	130,1	30,9	147,3	30,8	150,4	31,8
Adabas & Natural	214,5	51,0	251,1	52,5	246,6	52,0
Professional Services	75,8	18,0	79,7	16,7	76,7	16,2
<b>Summe</b>	<b>420,5</b>	<b>100,0</b>	<b>478,2</b>	<b>100,0</b>	<b>473,8</b>	<b>100,0</b>

Es ist zu erkennen, dass nach dem Verkauf von Teilen des Geschäftsbereichs DB der Geschäftsbereich A&N mit einem Umsatzanteil von mehr als 50 % der wesentliche Geschäftsbereich der SAG ist.

---

Mit einem Umsatz in Höhe von EUR 401,7 Mio.<sup>9</sup> bzw. 48 % am Produktumsatz war die Region **EMEA** (Europa einschließlich Deutschland, Österreich und der Schweiz, Naher Osten und Afrika) für die SAG der wichtigste Absatzmarkt. Die Region **Amerika** (Nordamerika und Lateinamerika) erwirtschaftete im Jahr 2023 einen Umsatz von EUR 369,0 Mio. bzw. 44 % des Produktumsatzes. Mit einem Anteil von 9 % bzw. EUR 73,0 Mio. war die Region Asien, Pacific und Japan drittgrößter Absatzmarkt.<sup>10</sup>

#### e) Steuerliche Grundlagen

Die SAG wird steuerlich beim Finanzamt Darmstadt unter der Steuernummer (007/225/73906) geführt.

Nach den vorliegenden Informationen bestehen zum 31. Dezember 2023 steuerliche Verlustvorträge in Höhe von rd. EUR 247,9 Mio.

---

<sup>9</sup> Daten auf Basis des Geschäftsberichtes 2023. Keine Pro-Forma-Anpassungen.

<sup>10</sup> Hierbei handelt es sich um Zahlen vor dem Verkauf des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer.

**2. Markt- und Wettbewerbsumfeld**

**a) Vorbemerkungen**

KPMG hat im Bewertungsgutachten auf den Seiten 30 bis 35 Informationen zum spezifischen Markt- und Wettbewerbsumfeld (u. a. Entwicklung Softwaremarkt, Entwicklung auf Ebene der einzelnen Produkte) dargestellt.

Im Rahmen unserer Arbeit hat uns die SAG Informationen zur Entwicklung der Märkte für die einzelnen Bereiche bzw. Produkte – im Wesentlichen im sog. „Marktmodell“ – vorgelegt, die auf Daten von Gartner Inc. (Gartner) und International Data Corporation (IDC) beruhen und im Bewertungsgutachten der KPMG dargestellt sind.

Wir haben ergänzend dazu eigene Markt- und Wettbewerbsanalysen durchgeführt:

**b) Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen**

Die Einschätzung der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und die Prognose wichtiger wirtschaftlicher Kennziffern wie das Bruttoinlandsprodukt und die Entwicklung der Verbraucherpreise erfolgt regelmäßig durch eine Vielzahl öffentlicher und privater Institutionen auf nationaler und internationaler Ebene. Zu nennen sind hier beispielhaft der Internationale Währungsfonds (International Monetary Fund, im Folgenden „IMF“), nationale und internationale Wirtschaftsforschungsinstitute, die Europäische Zentralbank, die Deutsche Bundesbank, aber auch große Privatbanken. Neben der weltweiten wirtschaftlichen Entwicklung und der Entwicklung in Europa sind insbesondere die Entwicklungen in Deutschland und den USA von hoher Relevanz für die SAG.

Die nachfolgenden Darstellungen der volkswirtschaftlichen Rahmendaten basieren im Wesentlichen auf Informationen des IMF.

Die jährliche Entwicklung des **realen Bruttoinlandsproduktes** (im Folgenden „BIP“) stellt sich nach Einschätzung des IMF wie folgt dar: <sup>11</sup>

Reale BIP-Entwicklung												
in %	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Weltweit	3,8	0,4	2,8	-2,8	6,3	3,5	3,1	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1
EU	3,1	0,2	2,0	-5,6	5,9	3,6	0,6	1,2	1,9	2,0	1,8	1,7
Deutschland	2,7	1,0	1,1	-3,8	3,2	1,8	-0,3	0,5	1,6	1,9	1,3	0,9
USA	2,2	2,9	2,3	-2,8	5,9	2,1	2,5	2,1	1,7	2,1	2,1	2,1

e = Estimate (Schätzung)

<sup>11</sup> Vgl. hier und im Folgenden IMF, Washington, D.C./USA, World Economic Outlook Database, Oktober 2023, IMF sowie IMF, Washington, D.C./USA, World Economic Outlook Database, Update Januar 2024.

Die Erholung der **Weltwirtschaft** von der COVID-19-Pandemie, der Invasion Russlands in der Ukraine und der Krise infolge gestiegener Lebenshaltungskosten erweist sich nach Darstellung des IMF als widerstandsfähig. Die Inflation fällt zwar ausgehend von den Höchstständen im Jahr 2022 schneller als prognostiziert, wobei aber die Auswirkungen auf Beschäftigung und die Wirtschaftsaktivität geringer sind als erwartet. Gleichzeitig wird indes angenommen, dass die weiterhin hohen Leitzinssätze das Wachstum im Jahr 2024 belasten werden.<sup>12</sup> Nach Zahlen des IMF betrug das weltweite reale Wachstum des BIP im Jahr 2023 rd. 3,1 %, wobei der Großteil des Wachstums auf Schwellenländer zurückzuführen ist. Für das Jahr 2024 wird erwartet, dass das weltweite Wachstum ebenfalls rd. 3,1 % betragen wird. Erst für das Jahr 2025 wird ein leichter Anstieg des BIP-Wachstums auf rd. 3,2 % prognostiziert. Insbesondere die großen Wirtschaftsnationen stagnieren hiernach weiterhin bzw. erholen sich langsamer als der Rest der Welt.

In der **Europäischen Union (EU)** betrug das geschätzte reale BIP-Wachstum im Jahr 2023 rd. 0,6 %. Für das Jahr 2024 wird ein realer Anstieg des BIP um rd. 1,2 % prognostiziert. Das reale BIP in **Deutschland** ist im Jahr 2023 trotz einer beginnenden Normalisierung der internationalen Lieferketten um 0,3 % gesunken. Zur schlechten Stimmung bei den Unternehmen trägt laut Institut der deutschen Wirtschaft auch die politische Unsicherheit in Deutschland bei.<sup>13</sup> In den folgenden Jahren wird für Deutschland ein steigendes reales BIP von rd. 0,5 % im Jahr 2024 und von rd. 1,6 % im Jahr 2025 prognostiziert. Die konjunkturelle Entwicklung ist hierbei wesentlich von der Zins- und Wirtschaftspolitik abhängig, wobei die schrumpfende Erwerbsbevölkerung die Wachstumspotentiale in Deutschland reduzieren soll. In den folgenden Jahren 2026 bis 2028 soll sich das reale BIP-Wachstum nach Schätzungen des IMF von rd. 1,9 % auf rd. 0,9 % reduzieren. In Gegensatz zur EU und zu Deutschland hat die Wirtschaft in den **USA** bereits im Jahr 2023 deutlich angezogen. Im Jahr 2023 betrug das reale BIP-Wachstum in den USA rd. 2,5 %. Für die Jahre 2024 und 2025 wird zunächst ein leichter Rückgang des BIP-Wachstums auf 2,1 % bzw. 1,7 % erwartet. Ab dem Jahr 2026 prognostiziert der IMF für die USA ein konstantes BIP-Wachstum in Höhe von 2,1 % p. a.

Die jährliche Entwicklung der **Inflationsrate** – auf Basis von Jahresdurchschnittswerten – gemessen am Verbraucherpreisindex stellt sich nach Einschätzung des IMF wie folgt dar:<sup>14</sup>

Inflation (Jahresdurchschnittswerte)												
in %	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Weltweit	3,2	3,6	3,5	3,2	4,7	8,7	6,9	5,8	4,6	4,2	3,9	3,8
EU	1,6	1,9	1,4	0,7	2,9	9,3	6,5	3,7	2,4	2,2	2,0	2,0
Deutschland	1,7	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	6,3	3,5	2,2	2,1	2,0	2,0
USA	2,1	2,4	1,8	1,3	4,7	8,0	4,1	2,8	2,4	2,2	2,1	2,1

e = Estimate (Schätzung)

<sup>12</sup> Vgl. IMF, Washington, D.C./USA, World Economic Outlook Update, Januar 2024.

<sup>13</sup> Vgl. IW, Köln, Herausforderungen der Industrie am Standort Deutschland, Januar 2024.

<sup>14</sup> Vgl. IMF, Washington, D.C./USA, World Economic Outlook Database, Oktober 2023.



Im Jahr 2023 hat sich der Verbraucherpreisindex laut IMF **weltweit** um 6,9 % erhöht. Der IMF erwartet, dass die weltweite Inflationsrate bis zum Jahr 2028 stetig auf rd. 3,8 % abnimmt. Die hohen Energiepreise infolge des Ukraine-Krieges, das Ende der Beschränkungen im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie sowie die weltweit gestörten Lieferketten waren laut IMF die wesentlichen Treiber für den deutlichen Anstieg der Inflation im Jahr 2022. In der **EU** stiegen die Verbraucherpreise im Jahr 2023 um geschätzt 6,5 %, während sie im Jahr 2022 noch um rd. 9,3 % gestiegen sind. In **Deutschland** ist die Inflationsrate nach ihrem Höchststand im Jahr 2022 von rd. 8,7 % auf rd. 6,3 % im Jahr 2023 zurückgegangen. Der IMF erwartet für das Jahr 2024 sowohl für die EU mit 3,7 % als auch für Deutschland mit 3,5 % eine im langjährigen Vergleich noch überdurchschnittlich hohe Inflationsrate. Eine vollständige Normalisierung der Inflationsentwicklungen wird trotz der bereits gegenüber den Höchstständen im Jahr 2022 deutlich gesunkenen Energiepreise erst ab dem Jahr 2025 erwartet. Im Jahr 2025 soll die Inflationsrate in der EU bei rd. 2,4 % und in Deutschland bei rd. 2,2 % liegen. Langfristig – ab dem Jahr 2027 – erwartet der IMF sowohl für die EU als auch für Deutschland eine Inflationsrate von 2,0 % p.a. In den **USA** wird die Inflationsrate für das Jahr 2023 auf 4,1% und für 2024 auf nur noch 2,8 % geschätzt. Grund für die niedrigere Preissteigerung im Vergleich zur weltweiten Entwicklung sind unter anderem das frühere Einsetzen der Inflation und die frühere Reaktion der US-Notenbank.<sup>15</sup>

### Wechselkurs

Gemäß dem Konzernabschluss 2023 der SAG erzielt die Gesellschaft ihre Umsatzerlöse – neben dem Euro – im Wesentlichen in den nachfolgend dargestellten 7 Währungen. Die Tabelle zeigt die aktuellen Terminkurse (forward rates) für die wesentlichen Währungen für den Zeitraum bis Ende des Jahres 2028:<sup>16</sup>

Terminkurse						
	30.06.2024	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028
EUR/USD	1,09	1,10	1,12	1,13	1,15	1,17
EUR/ILS	4,06	4,06	4,07	4,10	4,14	4,17
EUR/GBP	0,86	0,87	0,88	0,89	0,90	0,91
EUR/AUD	1,65	1,66	1,68	1,70	1,74	1,77
EUR/BRL	5,52	5,66	6,01	6,46	6,98	7,55
EUR/CAD	1,47	1,48	1,50	1,52	1,53	1,55
EUR/ZAR	20,36	20,88	22,08	23,47	25,08	26,99

<sup>15</sup> Vgl. Business Insider, New York/USA, In Deutschland sinkt die Inflationsrate langsamer als in den USA, September 2023, abrufbar unter <https://www.businessinsider.de/wirtschaft/warum-sinkt-inflation-in-den-usa-schneller-als-in-deutschland-die-gruende-september/>.

<sup>16</sup> Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der Deutschen Bank.

### c) Spezifisches Markt- und Wettbewerbsumfeld

Wie in Abschnitt C.II.1.d) dargestellt, ist Gegenstand der SAG im Wesentlichen der **Verkauf von Software** über verschiedene Lizenzmodelle.

#### Entwicklung des weltweiten Softwaremarkts

Die weltweiten Ausgaben im Bereich Informationstechnologie (IT) haben in den letzten Jahren stetig zugenommen. Gemäß Informationen des amerikanischen Marktforschungsunternehmens Gartner Inc. sind die weltweiten IT-Ausgaben im Jahr 2023 gegenüber dem Vorjahr um insgesamt USD 145,4 Mrd. bzw. rd. 3,2 % auf USD 4.678,8 Mrd. gestiegen. Während die Ausgaben im Bereich IT-Hardware (Devices) um 8,7 % gesunken sind, nahmen die Ausgaben für die Bereiche Software und IT-Services um 12,6 % bzw. 5,8 % zu. Für das Jahr 2024 wird insgesamt ein Wachstum von 6,8 % auf knapp USD 4.997,7 Mrd. erwartet.<sup>17</sup>

#### Entwicklung weltweite IT-Ausgaben

	2022		2023		2024*	
	Ausgaben in Mrd. USD	Wachstum in %	Ausgaben in Mrd. USD	Wachstum in %	Ausgaben in Mrd. USD	Wachstum in %
Data Center Systems	227,0	18,9	243,1	7,1	261,3	7,5
Devices	766,3	4,1	699,8	-8,7	732,3	4,6
Software	811,3	0,3	913,3	12,6	1.029,4	12,7
IT Services	1.305,7	8,1	1.381,8	5,8	1.501,4	8,7
Communications Services	1.423,1	-2,4	1.440,8	1,2	1.473,3	2,3
<b>Gesamtausgaben</b>	<b>4.533,4</b>	<b>3,0</b>	<b>4.678,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4.997,7</b>	<b>6,8</b>

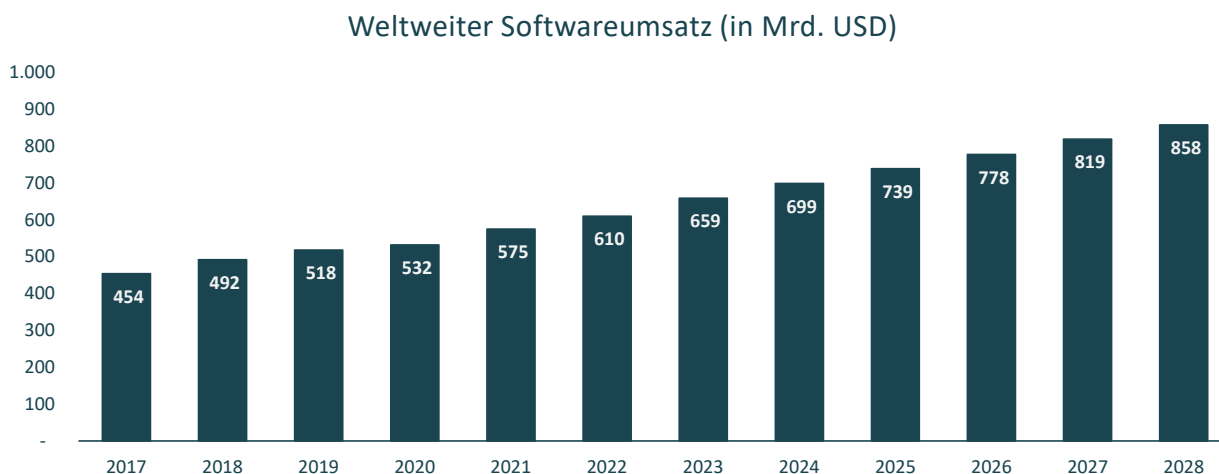
\*Prognose

In den einzelnen Teilmärkten fallen die Wachstumsprognosen für das Jahr 2024 sehr unterschiedlich aus. Für die SAG relevant ist insbesondere die Entwicklung des Softwaremarktes. Das Unternehmen agiert zwar auch im Bereich IT-Services, allerdings nur bei Kunden in Verbindung mit der Implementierung der eigenen Software oder in Form von Beratungsleistungen für diese. Die SAG bietet somit keine klassische IT-Beratung an (vgl. Abschnitt C.II.1.d). Für den Bereich Software wird für das Jahr 2024 von Gartner Inc. weltweit ein Wachstum von USD 116,1 Mrd. bzw. rd. 12,7 % und für den Bereich IT-Services von USD 119,5 Mrd. bzw. rd. 8,7 % erwartet.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Vgl. Gartner Inc., Stamford/USA, Gartner Forecasts Worldwide IT Spending to Grow 6,8 % in 2024, January 2024, abrufbar unter <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/01-17-2024-gartner-forecasts-worldwide-it-spending-to-grow-six-point-eight-percent-in-2024>.

<sup>18</sup> Vgl. Gartner Inc., Stamford/USA, Gartner Forecasts Worldwide IT Spending to Grow 6,8 % in 2024, January 2024, abrufbar unter <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/01-17-2024-gartner-forecasts-worldwide-it-spending-to-grow-six-point-eight-percent-in-2024>.

Gemäß der Studie „Software: market data & analysis“ von Statista aus Oktober 2023 hat der weltweite Softwaremarkt im Jahr 2023 ein Volumen von USD 659 Mrd.<sup>19</sup> Nachfolgend dargestellt ist die historische sowie die erwartete Entwicklung für den weltweiten Softwaremarkt laut Statista.<sup>20</sup>



Gemäß der vorgenannten Studie wird erwartet, dass der Softwaremarkt ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2028 um durchschnittlich rd. 5,4 % p.a. auf USD 858 Mrd. wachsen soll.

Der **US-Softwaremarkt** war im Jahr 2022 mit einem Volumen von USD 313,6 Mrd. der größte Softwaremarkt weltweit. Bis zum Jahr 2028 wird für den US-Softwaremarkt ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rd. 4,8 % auf USD 415,0 Mrd. erwartet.<sup>21</sup> Dies entspricht in etwa auch dem erwarteten weltweiten Wachstum.

Der **deutsche Softwaremarkt** war im Jahr 2022 der viertgrößte Markt der Welt mit einer Größe von USD 27,7 Mrd. Bis zum Jahr 2028 wird prognostiziert, dass der Gesamtmarkt um durchschnittlich rd. 4,0 % p. a. auf USD 35,0 Mrd. wachsen wird. Damit soll der deutsche Markt im Vergleich zu anderen Industrienationen langsamer wachsen.<sup>22</sup>

Der weltweite Softwaremarkt ist fragmentiert mit sowohl global agierenden Unternehmen wie Microsoft, Google, IBM, Oracle und SAP als auch einer Vielzahl von kleineren Anbietern mit unterschiedlichen Produkten für verschiedene Branchen oder Nischen. Insgesamt herrscht auf dem Softwaremarkt ein **intensiver Wettbewerb**, wobei Innovation und Differenzierung wichtige Wettbewerbsfaktoren sind.

<sup>19</sup> Aufgrund unterschiedlicher Marktdefinitionen des Softwaremarktes sind die Zahlen von Gartner Inc. und von Statista nicht unmittelbar miteinander vergleichbar.

<sup>20</sup> Vgl. Statista, Hamburg, Software: market data & analysis, Oktober 2023.

<sup>21</sup> Vgl. Statista, Hamburg, Software: market data & analysis, Oktober 2023.

<sup>22</sup> Vgl. Statista, Hamburg, Software: market data & analysis, Oktober 2023.

Markteintrittsbarrieren im Softwaremarkt sind grundsätzlich niedrig, da die Entwicklung und Bereitstellung von Software im Vergleich zu physischen Produkten weniger Kapital und Infrastruktur erfordert. In vereinzelt Fällen können Markteintrittsbarrieren hoch sein, speziell dann, wenn der Softwarewechsel mit einem hohen Aufwand für die Kunden verbunden ist und/oder wenn die Entwicklung der jeweiligen Software umfangreiches Fachwissen und Kapital erfordert.

### **Digitale Transformation als Wachstumstreiber**

Das dargestellte Wachstum im Softwaremarkt beruht im Wesentlichen auf der digitalen Transformation und den dabei eingesetzten Technologien bzw. auf neuen technischen Entwicklungen. Im Zuge der digitalen Transformation investieren Unternehmen verstärkt in Software und andere Lösungen, um ihre Geschäftsprozesse ganzheitlich zu optimieren und sich an die Anforderungen einer digitalen Wirtschaft anzupassen. Dabei spielen Technologien oder Themen wie Cloud-Computing, künstliche Intelligenz, das Internet der Dinge, 5G und Cybersecurity-Software eine wesentliche Rolle. Die digitale Transformation betrifft grundsätzlich Unternehmen jeder Größe und aller Branchen. Der anhaltende Digitalisierungstrend wurde durch die COVID-19-Pandemie noch weiter verstärkt. Nachfolgend werden die wesentlichen Technologien und Treiber der Transformation kurz dargestellt, da diese im Wesentlichen die Entwicklung der einzelnen Teilmärkte betreffen, auf denen die SAG tätig ist. Hierbei ist jedoch vorab anzumerken, dass die SAG mit ihren Softwarelösungen nicht an allen der nachfolgend genannten Wachstumstreiber bzw. dem daraus resultierend Marktwachstum partizipieren kann.

#### Software as a Service (SaaS):

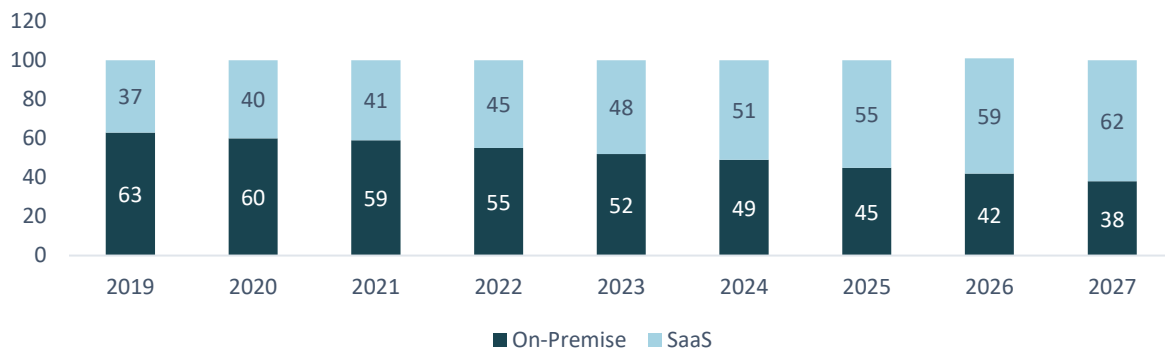
SaaS- bzw. Cloud-Lösungen für Unternehmenssoftware haben in den letzten Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. Die Migration zu cloudbasierten Lösungen ermöglicht es Unternehmen, flexibler und skalierbarer arbeiten zu können, ohne dabei hohe Investitionen in die IT-Infrastruktur tätigen zu müssen. Insbesondere durch die COVID-19-Pandemie hat sich der Wandel von On-Premise-Lösungen zu SaaS-Lösungen beschleunigt.<sup>23</sup> So betrug der weltweite Anteil von On-Premise-Lösungen bzw. serverbasierter Software im Jahr 2019 noch rd. 74 %, der Anteil von SaaS-Lösungen lediglich rd. 26 %. Bis zum Jahr 2023 ist der Anteil von SaaS-Lösungen bereits auf 39 % – bei einem gleichzeitigen Rückgang der On-Premise-Lösungen auf rd. 61 % – angestiegen.<sup>24</sup> Der Anteil an On-Premise-Lösungen soll in den nächsten Jahren weiter abnehmen. Dies zeigt sich auch an der erwarteten Entwicklung im Enterprise-Softwaremarkt wie nachfolgend dargestellt:<sup>25</sup>

<sup>23</sup> Vgl. Isaca, Schamburg/USA, Migrating to the cloud, Dezember 2021, abrufbar unter <https://www.isaca.org/resources/isaca-journal/issues/2022/volume-1/migrating-to-the-cloud>.

<sup>24</sup> Vgl. Statista, Hamburg, Software: market data & analysis, Oktober 2023.

<sup>25</sup> Vgl. Statista, Hamburg, Enterprise Software: market data & analysis, Oktober 2023.

Anteil (%) SaaS und On-Premise am Enterprise Softwaremarkt



Es ist hierbei jedoch anzumerken, dass es auch zukünftig Bereiche bzw. Branchen geben wird, in denen auf On-Premise-Lösungen nicht verzichtet werden kann, da aufgrund gesetzlicher und insbesondere rechtlicher Vorschriften zur Datensicherheit sowie zur Gewährleistung der Integrität ihrer Netzwerke, die Nutzung eigener IT-Infrastruktur geboten ist. Weiterhin haben Unternehmen z. T. umfangreiche Legacy-Software-Systeme<sup>26</sup> und spezialisierte Anwendungen in Betrieb, die speziell für ihre individuellen Anforderungen entwickelt wurden. Die Migration zu cloudbasierten Lösungen kann in solchen Fällen komplex und kostspielig sein. Daher werden On-Premise-Lösungen weiterhin relevant sein, um solche bestehenden Systeme (von denen der Bereich A&N der SAG ein Beispiel ist) zu unterstützen. Kunden können in Situationen, wo es nicht möglich oder erwünscht ist, dass man die Gesamtheit der Softwarelösungen in die Cloud migriert, vermehrt Hybrid-Lösungen in Betracht ziehen.

#### Künstliche Intelligenz (KI):

Die Nachfrage nach Softwarelösungen, die Künstliche Intelligenz (auch „Artificial Intelligence“ (AI)) und Automatisierung nutzen, ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Durch den Einsatz von KI-Technologien wie maschinelles Lernen und natürliche Sprachverarbeitung können Softwareanwendungen die Effizienz steigern, Fehler reduzieren und die Produktivität verbessern. KI-gestützte Software ermöglicht die schnelle und genaue Analyse großer Datensätze und liefert Erkenntnisse für eine bessere Entscheidungsfindung und strategische Planung.<sup>27</sup> Precedence Research<sup>28</sup> prognostiziert, dass der globale KI-Softwaremarkt ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2032 mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 23,0 % von USD 170 Mrd. auf USD 1.095 Mrd. wachsen wird.<sup>29</sup>

<sup>26</sup> Legacy-Software-Systeme sind veraltete Computersysteme, Softwareanwendungen oder Technologien, die zwar immer noch in Betrieb sind, aber i.d.R. nicht mehr aktiv weiterentwickelt oder unterstützt werden. Diese Systeme wurden oft in einer vergangenen Ära entwickelt und können aufgrund ihres Alters und ihrer Komplexität schwer zu warten, zu erweitern oder zu integrieren sein.

<sup>27</sup> Vgl. Statista, Hamburg, Software: market data & analysis, Oktober 2023.

<sup>28</sup> Precedence Research mit Sitz in Vancouver/Kanada ist ein Anbieter von Marktanalysen.

<sup>29</sup> Vgl. Precedence Research, Artificial Intelligence (AI) Software Market - Global Industry Analysis, Size, Share, Growth, Trends, Regional Outlook, and Forecast 2023-2032, Dezember 2022, abrufbar unter <https://www.precedenceresearch.com/artificial-intelligence-software-market>.

### Internet der Dinge

Das Internet der Dinge bezieht sich auf die Vernetzung von physischen Geräten, Sensoren und Objekten, die Daten sammeln, austauschen und verarbeiten, um intelligente Aktionen auszuführen oder Einblicke zu gewinnen. Treiber für das Wachstum dieses Marktes sind insbesondere die steigende Nachfrage nach vernetzten Geräten für Effizienzsteigerungen in verschiedenen Branchen wie z. B. Gesundheitswesen, Logistik, Fertigung und Smart Homes sowie die Fortschritte in drahtloser Kommunikationstechnologie und Datenanalyse.

### Sicherheitssoftware (Cybersecurity-Software):

Mit zunehmender Digitalisierung und Vernetzung von Systemen und Daten steigt auch die Bedrohung durch Cyberangriffe. Unternehmen investieren daher verstärkt in Sicherheitslösungen, um ihre Systeme, Daten und Infrastrukturen vor Bedrohungen zu schützen. Dies hat zu einem starken Wachstum im Markt für Cybersecurity-Software geführt.

### 5G:

5G ist die fünfte Generation der Mobilfunktechnologie, die im Vergleich zu früheren Generationen eine erheblich höhere Geschwindigkeit, niedrigere Latenzzeiten und eine größere Kapazität bietet. Dies ermöglicht die Entwicklung und Implementierung von fortschrittlicheren Softwareanwendungen und -diensten, die von schnell reagierenden IoT-Geräten über hochauflösendes Video-Streaming bis hin zu komplexen Cloud-Anwendungen reichen.

## **Marktanalyse nach Absatzmärkten der SAG**

### Datenbank-Management-Systeme:

Die SAG agiert mit ihrem Geschäftsbereich A&N im Marktumfeld der Datenbank-Management-Systeme. Gemäß Angaben von Gartner Inc. ist der globale Datenbank-Management-System-Markt (DBMS-Markt) im Jahr 2022 um rd. 14,4 % gewachsen. Dieses Wachstum im gesamten DBMS-Markt resultiert mit einem Anteil von 98 % nahezu ausschließlich aus Cloud-Datenbankplattformen (Database Platform-as-a-Service (dbPaaS)). Im Jahr 2016 lag der Anteil von dbPaaS noch im einstelligen Prozentbereich und ist bis zum Jahr 2022 auf über 55 % angestiegen.<sup>30</sup> Es wird auf Basis unterschiedlicher Studien erwartet, dass der gesamte DBMS-Markt ausgehend vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2030 um durchschnittlich rd. 15,3 % p. a.<sup>31</sup> bzw. für den Zeitraum von 2024 bis zum Jahr 2030 um rd. 10,8 % p. a.<sup>32</sup> wächst.

<sup>30</sup> Vgl. Gartner Inc., Stamford/USA, Market Share Analysis: Database Management Systems, Worldwide, 2022 abrufbar unter <https://www.gartner.com/en/documents/4432699>.

<sup>31</sup> Vgl. Verified Market Reports, Washington DC/USA, Global Database Management System (DBMS) Market By Type abrufbar unter <https://www.verifiedmarketreports.com/product/database-management-system-dbms-market/>.

<sup>32</sup> Vgl. Expert Market Research, Sheridan/USA, Global Database Management System (DBMS) Market Outlook abrufbar unter <https://www.expertmarketresearch.com/reports/database-management-system-market>.

Treiber dieses Wachstums sind neben dem allgemeinen Trend der digitalen Transformation und der damit verbundenen zunehmenden Menge an generierten Daten insbesondere cloudbasierte DBMS-Lösungen in Kombination mit KI-Funktionen und maschinellem Lernen, die eine verbesserte Datenverwaltung und -analyse ermöglichen sollen. Darüber hinaus verlagern viele Unternehmen ihre Datenbanken in die Cloud, um von Vorteilen durch Skalierbarkeit, Flexibilität und Kosteneinsparungen zu profitieren.<sup>33</sup>

Es lässt sich somit festhalten, dass sich in den letzten Jahren im DBMS-Markt ein deutlicher Trend weg von Mainframe-Lösungen hin zu SaaS-Lösungen abgezeichnet hat. Unternehmen bevorzugen vermehrt die Flexibilität, Skalierbarkeit und Kosteneffizienz, die cloudbasierte Datenbanklösungen bieten. Dieser Wandel spiegelt sich in einer verstärkten Migration von On-Premise-Systemen zu Cloud-Plattformen wider und wird voraussichtlich weiterhin eine dominante Rolle bei der zukünftigen Entwicklung des Marktes spielen.

Die DBMS-Lösungen des Geschäftsbereichs A&N wurden speziell für den Einsatz auf Mainframe-Computern konzipiert und sind seit über 50 Jahren auf dem Markt. Wie unter Abschnitt C.II.1.d) beschrieben, wird das Produkt aufgrund seiner hohen Zuverlässigkeit und Stabilität insbesondere bei der Verwaltung geschäftskritischer und umfangreicher Transaktionsvolumina in Branchen wie Bankwesen, Versicherungen und öffentlicher Verwaltung genutzt. Unternehmen, die A&N nutzen, haben hierfür i. d. R. als Basis eigene physische Server oder Mainframes, auf denen das System läuft (On-Premise).

Die Gesellschaft hat uns Informationen bezüglich der für die SAG relevante Mainframe-Marktgröße innerhalb des DBMS-Marktes vorgelegt, welche auf Marktanalysen eines externen Beraters basieren. Dieser hat hierbei Daten von Gartner und IDC verwendet. Hiernach beträgt das Marktvolumen im Jahr 2023 rd. EUR 2,7 Mrd. Es wird erwartet, dass dieser Markt bis zum Jahr 2028 nicht nennenswert größer wird. Vielmehr soll es nur zu Verschiebungen innerhalb des Marktes kommen. Das höhere Wachstum aus den oben genannten Studien resultiert insbesondere aus Cloud-Lösungen sowie KI-Funktionen und somit aus Bereichen, die von A&N nicht angeboten werden.

---

<sup>33</sup> Vgl. Verified Market Reports, Washington DC/USA, Global Database Management System (DBMS) Market By Type abrufbar unter <https://www.verifiedmarketreports.com/product/database-management-system-dbms-market/>.

Der DBMS-Markt ist von intensivem Wettbewerb geprägt, hierbei sind die wesentlichen Wettbewerber gemäß den von uns betrachteten Markt-Studien u.a. Microsoft, IBM, Oracle und PostgreSQL.<sup>34</sup>

#### Business Process Management und Process Mining

Die SAG agiert mit ihrem Produkt ARIS im Marktumfeld der Geschäftsprozessmanagement-Software bzw. Business-Process-Management (BPM)-Software. Das weltweite Marktvolumen der BPM-Software wird für das Jahr 2024 auf USD 15,0 Mrd. geschätzt. Es wird erwartet, dass der weltweite BPM-Markt bis zum Jahr 2029 auf USD 26,2 Mrd. wächst. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 11,8 %. Hierbei soll insbesondere der asiatisch-pazifische Raum die höchsten durchschnittlichen Wachstumsraten aufweisen.<sup>35</sup> Andere von uns betrachtete Marktstudien kommen zu vergleichbaren bzw. höheren durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten – wobei hier teilweise Abweichungen im Prognosezeitraum bestehen – von rd. 12 %<sup>36</sup> bis rd. 20 %<sup>37</sup>.

Das Wachstum des BPM-Marktes ist auf eine Anzahl von Faktoren zurückzuführen, darunter die Notwendigkeit der Digitalisierung von Geschäftsprozessen, die Einführung cloudbasierter Prozessautomatisierungstools und die steigende Nachfrage nach effizienten Geschäftsabläufen in verschiedenen Branchen.

Innerhalb des BPM kann **Process Mining** als ein spezialisierter Teilbereich angesehen werden. Process Mining ist eine datengetriebene Methode im Bereich des BPM, die die Analyse von Daten aus Informationssystemen nutzt, um tatsächliche Prozessabläufe zu rekonstruieren, zu visualisieren und zu verbessern. Es ermöglicht Unternehmen, Einblicke in die eigenen Prozesse zu gewinnen und basierend auf diesen Erkenntnissen kontinuierliche Optimierungen vorzunehmen, um Effizienz, Compliance und Leistung zu steigern. Gemäß einer Studie von Gartner aus dem Jahr 2021 soll der weltweite Umsatz für den Process-Mining-Markt bis 2025<sup>38</sup> um durchschnittlich 33 % p. a. auf USD 2,3 Mrd. anwachsen. Die Haupttreiber sind weiterhin beschleunigte digitale Transforma-

---

<sup>34</sup> Vgl. Verified Market Reports, Washington DC/USA, Global Database Management System (DBMS) Market By Type, abrufbar unter <https://www.verifiedmarketreports.com/product/database-management-system-dbms-market/>.

<sup>35</sup> Vgl. Mordor Intelligence, Hyderabad/IND, Business Process Management Market Size & Share Analysis - Growth Trends & Forecasts (2024 - 2029), 2023, abrufbar unter <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/business-process-management-market>.

<sup>36</sup> Vgl. Fortune Business Insights, Pune/IND, BPM – 2021-2028, Mai 2022, abrufbar unter <https://www.fortunebusinessinsights.com/de/markt-f-r-gesch-ftsprozessmanagement-bpm--102639>.

<sup>37</sup> Vgl. Grand View Research, San Francisco/USA, BPM 2023-2030, abrufbar unter <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/business-process-management-bpm-market#:~:text=What%20is%20the%20business%20process,USD%2061.17%20billion%20by%202030>.

<sup>38</sup> Basisjahr der Prognose ist hierbei das Jahr 2021.



tionsbemühungen, wachsende Anforderungen an die Prozesssichtbarkeit und steigende Ansprüche an die betriebliche Resilienz<sup>39, 40</sup>. Andere Prognosen gehen von einem Wachstum bis zum Jahr 2026 von rd. 45,6 %<sup>41</sup> bzw. bis zum Jahr 2032 von rd. 44,3 %<sup>42</sup> aus. Das prognostizierte Wachstum resultiert neben dem allgemeinen Trend der digitalen Transformation insbesondere daraus, dass Fortschritte in der Datenanalyse, dem Bereich KI und Machine Learning dazu geführt haben, dass Process Mining effektiver ist bzw. wird.

In dem uns vorgelegten „**Marktmodell**“, welches die SAG gemeinsam mit externen Beratern erstellt hat, wurden erwartete Marktwachstumsraten abgestimmt auf die Produkte der SAG analysiert. Das hiernach erwartete Marktwachstum für die Bereiche BPM in Höhe von 3,5 % p. a. und Process Mining mit 13,2 % p. a. für die Jahre 2023 bis 2027 liegt unterhalb der von uns recherchierten nicht individualisierten Marktwachstumsraten.

Die Wettbewerbslandschaft im Bereich BPM ist durch eine hohe Wettbewerbsintensivität gekennzeichnet. Unternehmen wie die SAG, IBM, Appian Corporation und Oracle sind führend in diesem Bereich und tragen durch ihre Technologien und Dienstleistungen maßgeblich zur Transformation und Optimierung von Geschäftsprozessen bei.<sup>43</sup>

Gemäß dem „Magic Quadrant for Process Mining Tools“ sind die wesentlichen **Wettbewerber** der SAG im Bereich Process Mining u. a. Celonis, SAP Signavio, ABBYY, IBM (Cognitive Technology) und Mehrwerk.<sup>44</sup>

### Entwicklung IoT-Markt

Die SAG agiert mit ihrem Produkt Cumulocity im Marktumfeld des Softwaremarktes für IoT-Lösungen. Der weltweite IoT-Markt<sup>45</sup> hat im Jahr 2023 ein Volumen von USD 1.170 Mrd. Es wird prognostiziert, dass der weltweite Markt ausgehend vom Jahr 2023 mit einer jährlichen Wachstumsrate von rd. 13,6 % wächst. Das weltweite Marktvolumen soll hiernach im Jahr 2028 USD 2.227 Mrd. betragen. Im globalen Vergleich ist der US-Markt mit einem Volumen von USD 172,3 Mrd. bzw.

<sup>39</sup> Betriebliche Resilienz beschreibt die Fähigkeit eines Unternehmens, externe Schocks oder Veränderungen der betrieblichen Rahmenbedingungen auszuhalten und sich an die neuen Bedingungen anzupassen.

<sup>40</sup> Magic Quadrant for Process Mining Tools, 2023.

<sup>41</sup> Vgl. MarketsandMarkets Research, Northbrook, IL/USA, Process Mining Market - Global Forecast to 2028, October 2023, abrufbar unter <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/process-mining-market-176608355.html>.

<sup>42</sup> Vgl. Fortune Business Insights, Maharashtra/IND, Process Mining Software Market Size, Share & Industry Analysis - Forecast, 2024-2032, March 2024, abrufbar unter <https://www.fortunebusinessinsights.com/process-mining-software-market-104792>.

<sup>43</sup> Vgl. Market Research Future, New York/USA, Markt für Geschäftsprozessmanagement – Prognose 2027, März 2024, abrufbar unter <https://www.marketresearchfuture.com/de/reports/business-process-management-market-3408>.

<sup>44</sup> Vgl. Gartner Inc, Stamford/USA, Magic Quadrant for Process Mining Tools, März 2023, abrufbar unter <https://www.gartner.com/doc/reprints?id=1-2CZ18XWU&ct=230320&st=sb>.

<sup>45</sup> Statista definiert hierbei den IoT-Markt ohne Berücksichtigung von Smartphones, Tablets, Laptops und PCs.

einem Anteil von rd. 14,8 % der größte nationale Markt für IoT-Produkte. Bis zum Jahr 2028 soll der IoT-Markt in den USA um durchschnittlich rd. 11,5 % p. a. wachsen. Der Umsatz im IoT-Markt in Deutschland betrug im Jahr 2023 USD 30,0 Mrd. Hier wird bis zum Jahr 2028 ein Wachstum von rd. 11,9 % p. a. erwartet.<sup>46</sup>

Die größten Branchen innerhalb des IoT-Marktes mit einem Marktanteil von rd. 33,7 % und 23,4 % im Jahr 2023 sind der Automobilsektor sowie die Industrie. Das oben dargestellte Wachstum des Gesamtmarktes resultiert insbesondere aus dem Wachstum der IoT-Umsätze im Automobilsektor. Die IoT-Umsätze mit dem Automobilsektor sollen im Betrachtungszeitraum um durchschnittlich rd. 17,3 % p. a. und damit stärker als der Gesamtmarkt wachsen.

Einige der Haupttreiber für das Wachstum im Bereich IoT sind die zunehmende Vernetzung von Geräten und Infrastrukturen, die Einführung von 5G-Netzwerken für schnellere und zuverlässigere Kommunikation, die steigende Nachfrage nach intelligenten und automatisierten Lösungen in Bereichen wie Smart Homes, Smart Cities oder der Industrie 4.0. Darüber hinaus tragen auch die Fortschritte in den Bereichen künstliche Intelligenz und maschinelles Lernen dazu bei, dass IoT-Lösungen immer leistungsfähiger und vielseitiger werden, was weitere Wachstumschancen eröffnet.

In dem uns von der SAG vorgelegten „**Marktmodell**“ wurde für den Bereich IoT ein Marktwachstum von durchschnittlich 14,2 % p. a. für den Zeitraum vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2028 von der SAG identifiziert. Dieses Wachstum liegt etwa auf dem Niveau der für den Markt von uns recherchierten nicht individualisierten Wachstumsraten.

Gemäß dem „Magic Quadrant for Global Industrial IoT Plattformen“ sind die wesentlichen **Wettbewerber** der SAG im Bereich IoT-Plattformen Microsoft, Amazon Web Services und PTC.<sup>47</sup>

#### IT-Portfolio-Management-Software und Enterprise-Architecture-Tools

Die SAG agiert mit ihrem Produkt Alfabet im Markt für IT-Portfolio-Management-Software und Enterprise-Architecture-Tools. IT-Portfolio-Management-Software und Enterprise-Architecture-Tools sind technologisch eng miteinander verbunden und werden daher im Folgenden zusammen analysiert.

<sup>46</sup> Vgl. Statista, Hamburg/DE, Internet of Things Outlook, September 2023.

<sup>47</sup> Vgl. Gartner Inc, Stamford/USA, Gartner Magic Quadrant for IoT Tools, 2022, abrufbar unter [https://www.softwareag.com/de\\_de/platform/iot/iiot-platform-gartner.html](https://www.softwareag.com/de_de/platform/iot/iiot-platform-gartner.html).

Der weltweite Markt für globale Enterprise-Architecture-Tools hatte im Jahr 2022 ein Volumen von USD 1,06 Mrd. Für die Jahre 2023 bis 2030 wird prognostiziert, dass der Markt durchschnittlich jährlich um 4,6 % auf USD 1,54 Mrd. anwächst.<sup>48</sup> Für den Zeitraum von 2021 bis zum Jahr 2028 prognostiziert eine Studie von GrandViewResearch mit 4,9 % eine etwa gleich hohe jährliche Wachstumsrate.<sup>49</sup> Für den weltweiten Project-Portfolio-Management-Markt (PPM-Markt) wird dagegen ein leicht höheres Wachstum angenommen. So soll der weltweite PPM-Markt im Jahr 2023 ein Volumen von USD 4,8 Mrd. aufweisen. Bis zum Jahr 2028 soll der weltweite Markt um durchschnittlich rd. 5,5 % p. a. auf USD 6,3 Mrd. wachsen<sup>50, 51</sup> Eine Studie von Business Research Insights erwartet für den weltweiten PPM-Markt für den Zeitraum 2021 bis zum Jahr 2030 ein jährliches Wachstum von rd. 9,2 %.<sup>52</sup>

Auch in diesem Teilmarkt ist die zunehmende Digitalisierung und damit der verbundene Bedarf von Unternehmen, ihre Geschäftsprozesse zu optimieren, Entscheidungsfähigkeiten zu verbessern und strategische Ziele zu erreichen, der Haupttreiber. Das Marktwachstum geht vor allem auf Bedarfe von Banken, Finanzdienstlern und Versicherungen, Unternehmen aus dem Gesundheitswesen und Industrieunternehmen zurück, die die Produkte in die Unternehmensarchitektur implementieren.<sup>53</sup> Infolge der Erhöhung der Skalierbarkeit und Flexibilität sowie der Reduzierung von Kosten kommt es zu einer Verschiebung zu cloudbasierten Unternehmensarchitektur-Tools.<sup>54</sup>

In dem uns von der SAG vorgelegten **Marktmodell** wurde für den Bereich IT-Portfolio-Management-Software und Enterprise-Architecture-Tools ein Marktwachstum von durchschnittlich 6,8 % p. a. für den Zeitraum vom Jahr 2023 bis zum Jahr 2028 identifiziert. Diese Wachstumsrate liegt somit innerhalb der Bandbreite der von uns recherchierten nicht individualisierten Wachstumsraten.

---

<sup>48</sup> Vgl. Skyquest, USA, Global Enterprise Architecture Tools Market Size, Share, Growth Analysis, By Component (Solutions and services), By Deployment (On-premises and cloud) - Industry Forecast 2023-2030, Februar 2023, abrufbar unter <https://www.skyquestt.com/report/enterprise-architecture-tools-market>.

<sup>49</sup> Vgl. Grand View Research, San Francisco/US, Architecture Tools Market Size Forecasts, 2021 – 2028, abrufbar unter <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/enterprise-architecture-tools-market-report>.

<sup>50</sup> Vgl. MarketsandMarkets Research, Northbrook,IL/USA, Project Portfolio Management (PPM) Market - Global Forecast to 2028, June 2023, abrufbar unter <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/project-portfolio-management-software-market-225932595.html>.

<sup>51</sup> Eine Studie von Extrapolate kommt mit einer Wachstumsrate von 5,3 % zu einer vergleichbaren Wachstumsrate. Vgl. Extrapolate, Dubai/UAE, Global Portfolio Management Software Market Forecasts 2022-2030, October 2022, abrufbar unter <https://www.extrapolate.com/information-technology-communication-iot/portfolio-management-software-market/26157>.

<sup>52</sup> Vgl. Business Research Insights, Maharashtra/IND, Investment Portfolio Management Software Market Size - Forecast from 2023 to 2030, Dezember 2023, abrufbar unter <https://www.businessresearchinsights.com/market-reports/investment-portfolio-management-software-market-101260>.

<sup>53</sup> Vgl. Datadriven Insights, Dubai/UAE, Enterprise Architecture Software Markt, 2022.

<sup>54</sup> Vgl. Datadriven Insights, Dubai/UAE, Enterprise Architecture Software Markt, 2022.

Gemäß den vorgenannten Studien sind die wesentlichen **Wettbewerber** im Bereich IT-Portfolio-Management-Software und Enterprise-Architecture-Tools u. a. Oracle Corporation, Microsoft Corporation, Adobe Inc., HEXAGON AB und ServiceNow.

### IT-Beratung

Der weltweite IT-Beratungsmarkt hatte im Jahr 2022 ein Volumen von USD 63,3 Mrd. Für die folgenden Jahre bis 2028 wird prognostiziert, dass der Markt um jährlich 5,2 % auf USD 87,0 Mrd. wächst.<sup>55</sup> Das Wachstum soll hierbei sowohl in Deutschland als auch in den USA unter dem Gesamtwachstum liegen. Der US-Markt soll von USD 23,1 Mrd. im Jahr 2022 auf USD 30,3 Mrd. im Jahr 2028 zunehmen. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 4,6 %. Der deutsche IT-Beratungsmarkt soll um durchschnittlich 4,3 % p. a. von USD 3,4 Mrd. im Jahr 2022 auf USD 4,3 Mrd. im Jahr 2028 wachsen.<sup>56</sup>

Die IT-Beratungsbranche ist einer der Gewinner der aktuellen Digitalisierungswelle, da die Einführung neuer Technologien die Nachfrage nach Beratungsdienstleistungen erhöht.<sup>57</sup> Allerdings unterliegt auch die IT-Beratungsbranche einem erheblichen Fachkräftemangel. Es fällt den Branchenakteuren zunehmend schwer, geeignete IT-Spezialisten zu finden. Um dem Personalmangel entgegenzuwirken, konzentrieren sich viele Unternehmen auf die Weiterbildung von Spezialisten ohne direkten IT-Hintergrund.

### **3. Bewertungsstichtag**

Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 22).

Nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG ist maßgeblicher Bewertungsstichtag der Tag der Hauptversammlung der SAG, in der der Beschluss zur Übertragung der Aktien gefasst werden soll. Die Hauptversammlung der SAG ist für den 24. Mai 2024 terminiert.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde vom Bewertungsgutachter der 31. Dezember 2023 gewählt. Dementsprechend wurden die geplanten finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend auf den 24. Mai 2024 mit dem maßgeblichen Zinssatz aufgezinst.

Diese Vorgehensweise beurteilen wir als sachgerecht.

<sup>55</sup> Vgl. Statista, Hamburg, IT Consulting & Implementation: market data & analysis, Oktober 2023.

<sup>56</sup> Vgl. Statista, Hamburg, IT Consulting & Implementation: market data & analysis, Oktober 2023.

<sup>57</sup> Vgl. IBIS World, Frankfurt/DE, IT Consulting in the US, Oktober 2023

#### 4. Ableitung der finanziellen Überschüsse der SAG

##### a) Unternehmensplanung

##### i. Planungssystematik und -prozess

Der Unternehmensbewertung von KPMG liegt die **Planungsrechnung der SAG für die Jahre 2024 bis 2028** zugrunde, die nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen (IFRS) erstellt worden ist. Die Planung besteht aus dem Budgetjahr 2024 sowie dem Mid-Term-Plan („MTP“). Der MTP integriert das Budgetjahr 2024 und umfasst ferner die weiteren Planjahre 2025 bis 2028. Die Planungsrechnung wurde als **Stand-alone-Planung** erstellt. Auskunftsgemäß ist der Planungsprozess im Wesentlichen seit mehreren Jahren unverändert. Die Ergänzung der Budgetplanung um weitere Planjahre bzw. die Aufstellung des MTP erfolgt seit dem Jahr 2019. Im Rahmen des Planungsprozesses wird zunächst eine detaillierte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung für das Budgetjahr vorgenommen. Die Planung der weiteren Planjahre setzt in der Folge auf dem Budgetjahr auf.

Der turnusmäßige Planungsprozess startet in der Regel im Juli. Ausgangsbasis sind hierbei die Ist-Daten für das erste Halbjahr des Geschäftsjahres sowie der Forecast für das gesamte Geschäftsjahr. Auf Basis dieser Informationen entwickelt der Vorstand zusammen mit dem zentralen Controlling der SAG in ersten Planungsgesprächen eine Basis für die künftige Entwicklung der Gesellschaft. Hierbei wird zunächst nur ein Konzernszenario für das Budgetjahr entwickelt. Hierauf aufbauend wird eine Orientierungshilfe (sog. Guidance) mit zentralen Planungsprämissen (z. B. Umsatzwachstum, Margenentwicklungen, Gehaltsentwicklungen etc.) erstellt. Diese wird i. d. R. im September an die Verantwortlichen der jeweiligen Regionen bzw. Länder versandt.

Im nächsten Schritt erfolgt auf Ebene der einzelnen Landesgesellschaften – unter Berücksichtigung der Leitlinien des Vorstands – der operative Planungsprozess. Die auf Ebene der Landesgesellschaften durch die Produkt- und Funktionsverantwortlichen erstellten detaillierten Budgetplanungen werden im Anschluss vom Vorstand im Rahmen eines Budgetreviews analysiert. Gegebenenfalls werden dabei Top-Down-Anpassungen durch den Vorstand vorgenommen.

Im Anschluss verdichtet das zentrale Controlling der SAG die Einzelplanungen zu einer Konzernplanung. Im Zuge dieser Verdichtung werden weitere GuV-Posten auf Ebene des Konzerns geplant. Diese umfassen u. a. die Verwaltungsaufwendungen, Infrastrukturaufwendungen, sonstige betriebliche Erträge, sonstige betriebliche Aufwendungen, das Finanzergebnis sowie (Ertrag-)Steuern. Die Planung der weiteren 4 Planjahre des MTP erfolgt ausschließlich auf Konzernebene durch das zentrale Controlling der SAG. Die 4 Planjahre basieren hierbei im Wesentlichen auf dem Budgetjahr, welches auf Basis historischer Entwicklungen, bestehender Verträge und Erfahrungswerten der Planungsverantwortlichen fortentwickelt wird. Neben der Planung der

Gewinn- und Verlustrechnung umfasst der MTP auch die Planung von Investitionen nebst Abschreibungen sowie die Entwicklung des Netto-Umlaufvermögens. Im Rahmen des Planungsprozesses erfolgt keine vollständige Bilanzplanung. Das Budgetjahr sowie der MTP werden i. d. R. Ende Januar des Budgetjahres vom Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat gebilligt. Dies erfolgt vor dem Hintergrund, dass im Januar die Budgetplanung und der MTP auf Basis der bis Dezember tatsächlich abgeschlossen Verträge aktualisiert werden.

Die Planungsrechnungen resultieren somit grundsätzlich aus einem mehrstufigen **Top-down-Bottom-up-Prozess**.

Die vorliegende Planung für die Jahre 2024 bis 2028 wurde grundsätzlich im Rahmen **des gewöhnlichen Planungsprozesses** der Gesellschaft erstellt. Hiervon abweichend ist indes der Planungsprozess im Jahr 2023 infolge interner Projekte und damit fehlender Ressourcen erst im September gestartet worden. Darüber hinaus erfolgte – im Hinblick auf die stärkere Fokussierung der SAG auf den Beitrag der einzelnen Geschäftsfelder – erstmals eine Budgetplanung auf Ebene der einzelnen Geschäftsfelder bzw. Produkte. Bislang wurde auf Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche (DB, A&N, und PS) geplant.

Die Gesellschaft plant grundsätzlich mit konstanten Wechselkursen auf Basis der Plankurse des Jahres 2023. Für die wichtigste Fremdwährung USD wird ein konstanter Wechselkurs von 1,08 EUR/USD angenommen.

Vor dem Hintergrund, dass der Kaufvertrag für den **Verkauf des Integrationsgeschäfts** erst am 18. Dezember 2023 unterzeichnet wurde und das Closing, vorbehaltlich des Eintritts üblicher Closing-Bedingungen einschließlich behördlicher Genehmigungen, oder des Verzichts auf deren Eintritt, erst zum Ende des zweiten Quartals 2024 erwartet wird, wurde das Integrationsgeschäft zunächst vollständig in die Budgetplanung 2024 einbezogen. Da infolge zeitlicher Verschiebungen der MTP erst zu Beginn des Jahres 2024 erstellt wurde, wurden im Rahmen des MTP für das Jahr 2024 die Umsatzerlöse und Funktionskosten des Integrationsgeschäftes lediglich bis zum Ende des zweiten Quartals berücksichtigt. Ab dem dritten Quartal 2024 sind nur noch die im Rahmen der Transaktion nicht übertragenen Funktionskosten des Integrationsgeschäftes im MTP enthalten. Für die Fortentwicklung der nicht übertragenen Funktionskosten sowie der Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen wurden Annahmen durch das zentrale Controlling getroffen.

Die Verabschiedung des Budgets 2024 durch den Vorstand der SAG erfolgte am 2. Februar 2024 und des MTP 2024 bis 2028 am 1. März 2024. Der Aufsichtsrat der SAG hat das Budget 2024 am 5. Februar 2024 und den MTP 2024 bis 2028 am 22. März 2024 gebilligt.

Nach der Verabschiedung der Planung durch den Vorstand wurde das Produkt Trendminer mit Kaufvertrag vom 18. März 2024 veräußert. Vor dem Hintergrund des laufenden Verkaufsprozesses hat der MTP – zum Zeitpunkt der Verabschiedung durch den Vorstand – grundsätzlich die Abbildung des Verkaufs des Produkts Trendminer vorgesehen. Das zentrale Controlling hat in der Folge eine auf Basis der verabschiedeten Planungsrechnung aktualisierte Fassung des MTP – der den Verkauf des Produkts Trendminer explizit berücksichtigt – zur Verfügung gestellt. Die Abbildung des Verkaufs im MTP erfolgte analog zum Integrationsgeschäft, auch hier wurde ein Closing, vorbehaltlich des Eintritts üblicher Closing-Bedingungen einschließlich behördlicher Genehmigungen, oder des Verzichts auf deren Eintritt, zum Ende des zweiten Quartals 2024 angenommen. Der Vorstand der SAG hat diese aktualisierte Fassung des MTP am 5. April 2024 verabschiedet und die Billigung des Aufsichtsrats erfolgte am 11. April 2024.

KPMG hat die Stand-alone-Planung der SAG grundsätzlich bis zum EBIT übernommen, jedoch das in der Planungsrechnung im Jahr 2024 abgebildete Ergebnis des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer bis zum Ende des zweiten Quartals 2024 im Hinblick auf eine bessere Vergleichbarkeit als Sonderwert – und somit nicht in der Planung – berücksichtigt. In einem ersten Schritt hat KPMG jedoch die Funktionskosten, die nicht im Rahmen der Verkäufe des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer übertragen werden und somit teilweise auch noch nach 2024 zu tragen sind, im Hinblick auf eine bessere Vergleichbarkeit in der Planung belassen. Für Bewertungszwecke wurden diese sonstigen Funktionskosten des Budgetjahres 2024 in einem zweiten Schritt im Rahmen der Sonderwerte (vgl. Abschnitt C.II.7) berücksichtigt und somit aus der Planung der fortgeführten Aktivitäten eliminiert. Im Ergebnis enthält die der Bewertung zugrunde liegende Planung im Budgetjahr 2024 somit weder Erträge aus dem Integrationsgeschäft sowie dem Produkt Trendminer noch unmittelbar zuordenbare Aufwendungen. Ab dem Planjahr 2025 sind in der Planung der fortgeführten Aktivitäten die nicht übertragenen Funktionskosten enthalten. Ergänzend dazu hat KPMG die von der SAG geplanten sonstigen Steuern als Teil der operativen Kostenbasis umgegliedert und etwaige Erträge und Aufwendungen im Zusammenhang mit den übrigen Sonderwerten sowie dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen eliminiert.

Ausgehend von dem so angepassten EBIT hat KPMG das Finanzergebnis und das Steuerergebnis – wie in der Bewertungspraxis üblich – auf Basis eines integrierten Modells neu berechnet. Diesbezüglich verweisen wir auf die Abschnitte C.II.4.c) und C.II.4.d) dieses Berichts.

Die Bilanzplanung wurde von KPMG in Abstimmung mit der Gesellschaft erstellt und berücksichtigt hierbei die von der Gesellschaft im Planungsprozess geplanten Investitionen und die geplante Entwicklung des Netto-Umlaufvermögens. Darüber hinaus erfolgten bewertungstechnische Anpassungen der EBIT-Planung im Hinblick auf die Sonderwerte durch KPMG. Hinsichtlich der Anpassungen wird auf Abschnitt C.II.4.b) dieses Berichts verwiesen.

Wie einleitend dargestellt, wurde die Planung der SAG auf Stand-alone-Basis erstellt. Die Mosel Bidco übt keine eigene operative Tätigkeit aus. Weiterhin wird die Beteiligung an der SAG von Silver Lake als eigenständiges Investment gehalten. Dementsprechend werden keine Synergien erwartet und geplant. Der Bewertungsgutachter hat dementsprechend auch keine Synergien veranschlagt. Ebenfalls nicht berücksichtigt wurden Synergien, die sich eindeutig allein aus der Verschmelzung ergeben, wie zum Beispiel der Entfall der Hauptversammlung. Solche sogenannten echten Synergien lagen im vorliegenden Fall in geringem Umfang vor und sind nach IDW S 1 i. d. F. 2008 im Rahmen eines objektivierte Unternehmenswerts nicht abzubilden.

## ii. Planungsgüte

Die Planungsgüte der SAG in der Vergangenheit wurde von KPMG analysiert und auf der Seite 61 des Bewertungsgutachtens dargestellt.

Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir eigenständig ebenfalls die Planungsgüte der Gesellschaft in der Vergangenheit analysiert. Hierzu haben wir die jeweiligen Budgetwerte der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 mit den realisierten Ist-Werten verglichen.

Grundsätzlich ist bei der SAG zu beachten, dass die Entwicklung der Gesellschaft und somit auch die Planungsgüte nicht allein von allgemeinen Preis- und Mengenveränderungen, sondern auch von Änderungen der Fremdwährungswechselkurse beeinflusst wird. Obwohl die Gesellschaft teilweise von einem sogenannten "Natural Hedging" profitiert, bei dem sich Entwicklungen in Erlösen und Kosten in gleichlautender Fremdwährung teilweise aufheben, bleibt ein diesbezügliches Geschäftsrisiko bestehen. Dieses Risiko wirkt sich unter anderem auch auf die Planungssicherheit aus.

Im Zuge unserer Analysen haben wir die Budgetplanungen sowie die Ist-Werte nicht an gleichlautende und konstante Wechselkurse angepasst. Demzufolge beinhalten die nachfolgend dargestellten Planabweichungen auch die aggregierten Auswirkungen von Wechselkursänderungen in verschiedenen Fremdwährungen. Insgesamt machen die Auswirkungen von Wechselkursveränderungen gleichwohl nur einen moderaten Anteil an den Planabweichungen auf Ebene des Umsatzes sowie auf Ebene der operativen Kosten aus.

SAG - Planungstreueanalyse												
in Mio. EUR	Budget		Ist		Abweichung		Budget		Ist		Abweichung	
	2021	2021	2021	2021	2022	2022	2022	2022	2023	2023	2023	2023
			in Mio.	in %			in Mio.	in %			in Mio.	in %
Digital Business	490,2	469,5	-20,7	-4,2%	547,6	559,9	12,3	2,2%	629,7	597,1	-32,6	-5,2%
Adabas & Natural	205,7	214,5	8,8	4,3%	232,7	251,1	18,4	7,9%	209,0	246,6	37,6	18,0%
Professional Services (inkl. Other)	140,6	149,8	9,2	6,5%	154,8	162,6	7,8	5,0%	157,9	156,6	-1,3	-0,8%
<b>Gesamtumsatzerlöse</b>	<b>836,6</b>	<b>833,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,3%</b>	<b>935,1</b>	<b>973,6</b>	<b>38,5</b>	<b>4,1%</b>	<b>996,6</b>	<b>1.000,3</b>	<b>3,7</b>	<b>0,4%</b>
Operative Kosten	-739,2	-711,8	-27,4	-3,7%	-783,0	-880,1	97,0	12,4%	-916,6	-925,5	-8,9	-1,0%
<b>EBIT</b>	<b>97,4</b>	<b>122,1</b>	<b>24,6</b>	<b>25,3%</b>	<b>152,0</b>	<b>93,5</b>	<b>-58,5</b>	<b>-38,5%</b>	<b>80,0</b>	<b>74,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-6,6%</b>
EBIT-Marge	11,6%	14,6%	3,0%	25,7%	16,3%	9,6%	-6,7%	-40,9%	8,0%	7,5%	-0,6%	-6,9%



Im **Geschäftsjahr 2021** erzielte die SAG Gesamtumsatzerlöse in Höhe von EUR 833,8 Mio. und lag damit in der Gesamtbetrachtung nahezu auf dem Budget von EUR 836,6 Mio. (Planabweichung -0,3 %). Zwar blieben die Umsatzerlöse im Bereich DB mit einer Planabweichung in Höhe von EUR 20,7 Mio. bzw. -4,2 % unter den Erwartungen, jedoch wurde diese negative Planabweichung durch höhere Umsatzerlöse in den Bereichen A&N und PS kompensiert. Die Umsatzerlöse im DB-Bereich blieben leicht hinter den Erwartungen zurück, da auskunftsgemäß für den Geschäftsbe- reich DB als Wachstumstreiber der SAG ambitioniertere Umsatzziele gesetzt wurden. Die Umsatz- erlöse im Bereich A&N lagen leicht über den Erwartungen, da eine höhere Migration von Perpetual zu Subskription stattfand, die u. a. durch Upsell-Maßnahmen in höheren Umsatzerlösen je Be- standskunde resultierte.

Die operativen Kosten der SAG betragen im Geschäftsjahr 2021 EUR 711,8 Mio. und lagen mit rd. EUR 27,4 Mio. bzw. -3,7 % leicht unter dem Budget in Höhe von EUR 739,2 Mio. Insbesondere durch geringere Vertriebsaufwendungen bspw. durch Einsparungen von Reisekosten (COVID-19- Beschränkungen) konnten geringere operative Gesamtkosten erreicht werden. Im Ergebnis führten diese Entwicklungen – im Wesentlichen aufgrund der leicht geringeren operativen Kosten – zu einem höheren EBIT in Höhe von EUR 122,1 Mio., welches mit rd. EUR 24,6 Mio. bzw. 25,3 % deutlich über dem Budget des Geschäftsjahres 2021 lag.

Im **Geschäftsjahr 2022** erzielte die SAG Gesamtumsatzerlöse in Höhe von EUR 973,6 Mio. und lag damit in der Gesamtbetrachtung mit rd. EUR 38,5 Mio. bzw. 4,1 % leicht über dem Budget in Höhe von EUR 935,1 Mio. Alle Bereiche konnten hierzu beitragen, wobei insbesondere höhere Umsatzerlöse in Höhe von rd. EUR 18,4 Mio. im Geschäftsbereich A&N bedingt durch Subskripti- onsmigration die positive Planabweichung verursachten.

Korrespondierend zu den höheren Umsatzerlösen fielen im Geschäftsjahr 2022 auch die operati- ven Kosten mit EUR 880,1 Mio. höher aus als im Budget angenommen – diese Planabweichungen waren mit EUR 97,0 Mio. bzw. 12,4 % bedeutend höher als bei den Umsatzerlösen. Die Planab- weichungen in den operativen Kosten waren im Wesentlichen auf höhere Abschreibungen auf im- materielle Vermögegenwerte zurückzuführen, welche mit rd. EUR 43,9 Mio. insbesondere auf Son- derabschreibungen im Geschäftsbereich PS zurückgehen. Darüber hinaus verursachten unter an- derem auch höhere Vertriebsaufwendungen sowie R&D-Aufwendungen, die im Zusammenhang mit der Akquisition von StreamSets stehen, die höheren operativen Kosten des Jahres 2022.

Im Ergebnis führten die höheren operativen Kosten des Geschäftsjahres 2022 trotz höher Gesamtumsatzerlöse zu einem deutlich geringeren EBIT in Höhe von EUR 93,5 Mio. und damit zu einer Planabweichung in Höhe von EUR -58,5 Mio. bzw. -38,5 %.

Im **Geschäftsjahr 2023** erreichte die SAG durch die Gewinnung bedeutender Migrationen zur Subskription bestehender Kunden im Bereich A&N rd. EUR 37,6 Mio. bzw. 18,0 % höhere Umsatzerlöse als im Budget veranschlagt. Dennoch wurden diese höheren Umsatzerlöse fast vollständig durch negative Planabweichungen im Bereich DB in Höhe von EUR 32,6 Mio. bzw. -5,2 % kompensiert. Infolgedessen lagen die Gesamtumsatzerlöse des Jahres 2023 in Höhe von EUR 1.000,3 Mio. mit einer leichten positiven Abweichung von nur 0,4 % nahezu auf dem Budget des Jahres 2023 in Höhe von EUR 996,6 Mio.

Analog zu den Umsatzerlösen ergaben sich operative Kosten mit einer leichten positiven Abweichung in Höhe von EUR 8,9 Mio. bzw. 1,0 % nahezu auf der Höhe des Budgets des Jahres 2023. In der Detailbetrachtung konnten in diesem Jahr zwar Einsparungen in den Bereichen Umsatzkosten sowie Vertriebsaufwendungen erreicht werden. Die Einsparungen betrafen hierbei insbesondere die effizientere Nutzung der Cloud-Kapazitäten über alle Geschäftsbereiche hinweg in Kombination mit erfolgreich geführten Vertragsverhandlungen mit den essentiellen Cloud-Service-Providern. Jedoch wurden diese durch höhere sonstige Aufwendungen in Höhe von EUR 38,8 Mio. kompensiert, u. a. aufgrund von höheren strategischen Beratungskosten, höheren Wechselkursverlusten sowie Rückstellungsbildungen für ein Vorruhestandsprogramm.

Im Ergebnis dieser Entwicklungen lag das EBIT des Geschäftsjahres 2023 mit EUR 74,8 Mio. unter dem Budget mit einer negativen Abweichung in Höhe von EUR 5,2 Mio. bzw. -6,6 %.

Insgesamt ist im Rahmen der Budget-Ist-Analyse festzustellen, dass in den Geschäftsjahren 2021 bis 2023 auf der Ebene der Gesamtumsatzerlöse nur geringe Planabweichungen und auf der Ebene der operativen Kosten auch geringe bis teilweise moderate Planabweichungen vorliegen. Diese Abweichungen waren insbesondere durch außerordentliche Entwicklungen – bspw. Sonderabschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte im Geschäftsjahr 2022 sowie höhere sonstige Aufwendungen im Geschäftsjahr 2023 – nicht vollumfänglich vorhersehbar. Infolgedessen besteht unseres Erachtens auf Ebene der Gesamtumsatzerlöse sowie der operativen Kosten der SAG eine gute Planungstreue. Dennoch zeigt sich in der Gesamtschau auf Ebene des EBIT der Gesellschaft, dass bereits geringe Abweichungen in den Umsatzerlösen oder Kosten zu vergleichsweise deutlicheren Budgetabweichungen im EBIT führen.

Ergänzend zu den Abweichungsanalysen der Budgetplanung eines Jahres mit dem dazugehörigen Ist-Jahr haben wir Analysen auf Basis der Mittelfristplanungen aus den Jahren 2020 bis 2022 für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 durchgeführt. Auch anhand dieser Analysen konnten wir keine grundsätzlich abweichenden Erkenntnisse zu den vorangestellten Analysen gewinnen. Es sind auch auf dieser Basis vor allem Plan-Abweichungen – meist negativ – auf Ebene des EBIT festzustellen.

Abschließend ist zu festzustellen, dass sich vor dem Hintergrund unserer Analysen keine Anzeichen für eine systematische Über- oder Unterschätzung oder für ein grundsätzlich ungeeignetes Planungsvorgehen im SAG-Konzern ergeben haben.

### iii. Vergangenheitsanalyse

Die Vergangenheitszahlen werden zur Beurteilung der bisherigen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des zu bewertenden Unternehmens herangezogen. Eine unmittelbare Verwendung der historischen Gewinn- und Verlustrechnungen nach IFRS lässt indes – unter anderem aufgrund aperiodischer oder außerordentlicher Sachverhalte – keine abschließende Beurteilung der in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu, sodass die Vergangenheitsrechnungen im Regelfall zu bereinigen sind (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 73). Darüber hinaus ist in diesem speziellen Bewertungsfall ein unmittelbarer Vergleich der originären Finanzinformationen aus der Vergangenheit mit der Planungsrechnung des Bewertungsobjekts nicht aussagekräftig. Dies folgt vor allem aus dem Verkauf des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer, einschließlich des jeweils dazugehörigen Teils des Geschäftsbereichs PS. Diese Erfolgsfaktoren sind in den originären Finanzinformationen der jeweiligen Konzernjahresabschlüsse der SAG enthalten, jedoch aufgrund des Verkaufs vor dem Bewertungsstichtag nicht Bestandteil der Planungsrechnung der SAG.

KPMG hat die Entwicklung der Vergangenheit im Bewertungsgutachten auf den Seiten 25 bis 29 dargestellt und Finanzinformationen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 auf **bereinigter Pro-Forma-Basis** abgeleitet.

Die zugrundeliegenden Gewinn- und Verlustrechnungen nach IFRS für die vergangenen Geschäftsjahre 2021 bis 2023 sind durch das Integrationsgeschäft wesentlich beeinflusst. Das Integrationsgeschäft wurde mit Sale and Purchase Agreement vom 18. Dezember 2023 von IBM erworben. Das Closing wird, vorbehaltlich des Eintritts üblicher Closing-Bedingungen einschließlich behördlicher Genehmigungen, oder des Verzichts auf deren Eintritt, zum Ende des zweiten Quartals 2024 erwartet. Darüber hinaus konnte im März 2024 zusätzlich der Verkauf des Produkts Trendminer vertraglich vereinbart werden. SAG hat daher gemeinsam mit der KPMG sachgerechtere Pro-Forma-Finanzinformationen abgeleitet, die diesen Umstand reflektieren. Demzufolge zeigen die Pro-Forma-Finanzinformationen ausschließlich die Entwicklung der Geschäftsbereiche des Bewertungsobjekts auf, welche auch nach dem Verkauf des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer verbleiben.

Während für die Vergangenheit Detailinformationen zu Umsatzerlösen für das Integrationsgeschäft sowie dem Produkt Trendminer vorliegen und diese auch für die Überleitung herangezogen wurden, wurden die detaillierten Aufwendungen des Integrationsgeschäfts sowie des Produkts Trendminer auf Basis einer prozentualen Ermittlung (retrograd) geschätzt, da Detailangaben zu historischen Kosten für die übertragenen Bereiche auskunftsgemäß nicht vorlagen. Als Ausgangspunkt dieser Schätzungen dient das Budgetjahr 2024. Die methodische Vorgehensweise konnte von uns nachvollzogen werden und wir erachten das Vorgehen für vertretbar.

Ergänzend hierzu fassen die nachfolgenden Darstellungen je Geschäftsjahr die wesentlichen Pro-Forma-Anpassungen sowie die Bereinigungen außerordentlicher Sachverhalte zusammen:

SAG - Ableitung der Pro-Forma-Konzern-GuV 2021						
in Mio. EUR	lt. Geschäftsbericht (a)	Anpassungen/ Bereinigungen				Pro-Forma bereinigt
		Transaktionen	Sonstige	Bereinigungen	Gesamt	
Umsatzerlöse	833,7	-413,3	-	-	-413,3	420,5
Umsatzkosten	192,3	-95,2	-13,4	-	-108,5	83,7
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>641,4</b>	<b>-318,1</b>	<b>13,4</b>	-	<b>-304,7</b>	<b>336,7</b>
Vertriebsaufwendungen	260,8	-167,7	-10,3	-	-178,0	82,8
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	151,2	-78,1	-13,6	-	-91,7	59,5
<b>Segmentergebnis</b>	<b>229,4</b>	<b>-72,3</b>	<b>37,3</b>	-	<b>-35,0</b>	<b>194,4</b>
Sonstige Funktionskosten	-	126,9	-	-	126,9	126,9
Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen (b)	82,8	34,3	35,6	-	69,8	152,7
Sonstige Erträge	16,5	-8,6	-	-0,9	-9,5	7,0
Sonstige Aufwendungen	25,2	-12,5	-	-5,9	-18,4	6,8
Sonstige Steuern	5,3	-2,6	-	-	-2,6	2,7
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	15,8	-4,1	-	-	-4,1	11,7
<b>EBIT</b>	<b>116,7</b>	<b>-222,8</b>	<b>1,7</b>	<b>5,0</b>	<b>-216,1</b>	<b>-99,4</b>

(a) Abweichend vom Geschäftsbericht wurden die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte separat ausgewiesen

(b) Beinhaltet allgemeine Verwaltungsaufwendungen sowie IT- und Büroaufwendungen

SAG - Ableitung der Pro-Forma-Konzern-GuV 2022						
in Mio. EUR	lt. Geschäftsbericht (a)	Anpassungen/ Bereinigungen				Pro-Forma bereinigt
		Transaktionen	Sonstige	Bereinigungen	Gesamt	
Umsatzerlöse	973,6	-495,4	-	-	-495,4	478,2
Umsatzkosten	227,1	-115,0	-15,5	-	-130,5	96,6
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>746,5</b>	<b>-380,5</b>	<b>15,5</b>	-	<b>-365,0</b>	<b>381,6</b>
Vertriebsaufwendungen	320,6	-216,2	-11,3	-	-227,5	93,1
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	181,4	-102,0	-16,2	-	-118,2	63,2
<b>Segmentergebnis</b>	<b>244,5</b>	<b>-62,3</b>	<b>43,1</b>	-	<b>-19,2</b>	<b>225,3</b>
Sonstige Funktionskosten	-	162,5	-	-	162,5	162,5
Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen (b)	94,3	40,8	41,0	-	81,8	176,1
Sonstige Erträge	58,9	-36,3	-	-1,6	-38,0	20,9
Sonstige Aufwendungen	81,3	-41,7	-	-21,4	-63,1	18,3
Sonstige Steuern	2,5	-1,3	-	-	-1,3	1,2
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	34,1	-22,7	-	-	-22,7	11,5
<b>EBIT</b>	<b>91,1</b>	<b>-236,4</b>	<b>2,1</b>	<b>19,8</b>	<b>-214,5</b>	<b>-123,3</b>

(a) Abweichend vom Geschäftsbericht wurden die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte separat ausgewiesen

(b) Beinhaltet allgemeine Verwaltungsaufwendungen sowie IT- und Büroaufwendungen

SAG - Ableitung der Pro-Forma-Konzern-GuV 2023							
in Mio. EUR	lt. Geschäftsbericht (a)	Anpassungen/ Bereinigungen				Pro-Forma bereinigt	
		Transaktionen	Sonstige	Bereinigungen	Gesamt		
Umsatzerlöse	1.000,3	-526,5	-	-	-526,5	473,8	
Umsatzkosten	226,0	-115,6	-13,6	-	-129,2	96,7	
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>774,3</b>	<b>-410,9</b>	<b>13,6</b>	<b>-</b>	<b>-397,3</b>	<b>377,0</b>	
Vertriebsaufwendungen	307,2	-212,5	-9,7	-	-222,2	85,0	
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	196,2	-114,6	-15,1	-	-129,7	66,5	
<b>Segmentergebnis</b>	<b>271,0</b>	<b>-83,9</b>	<b>38,5</b>	<b>-</b>	<b>-45,4</b>	<b>225,6</b>	
Sonstige Funktionskosten	-	163,7	-	-	163,7	163,7	
Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen (b)	86,9	41,2	38,5	-	79,7	166,6	
Sonstige Erträge	30,0	-15,9	-	-1,2	-17,0	12,9	
Sonstige Aufwendungen	105,9	-57,6	-	-31,1	-88,7	17,3	
Sonstige Steuern	9,1	-4,8	-	-	-4,8	4,3	
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	33,2	-26,3	-	-	-26,3	6,9	
<b>EBIT</b>	<b>65,8</b>	<b>-215,9</b>	<b>-0,0</b>	<b>29,9</b>	<b>-186,0</b>	<b>-120,2</b>	

(a) Abweichend vom Geschäftsbericht wurden die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte separat ausgewiesen

(b) Beinhaltet allgemeine Verwaltungsaufwendungen sowie IT- und Büroaufwendungen

Ausgehend von den GuV-Posten lt. den Konzerngeschäftsberichten der SAG werden zur Ermittlung der Pro Forma-Gewinn- und Verlustrechnungen der jeweiligen Geschäftsjahre folgende Anpassungen vorgenommen: Die Spalte „Transaktionen“ umfasst die Anpassungen – demzufolge die Umsatzerlöse sowie Aufwendungen – in den Geschäftsbereichen DB und PS aus dem Integrationsgeschäft und dem Produkt Trendminer sowie darauf entfallende Zentralaufwendungen, soweit letztere im Rahmen des Verkaufs übertragen werden. Somit sind Verwaltungs- und Funktionskosten, die nicht übertragen werden, weiterhin Bestandteil der resultierenden Pro Forma Finanzinformationen. Die entsprechenden Funktionskosten sind in Zeile „Sonstige Funktionskosten“ dargestellt.

Daneben wurden zur besseren Vergleichbarkeit mit der Planung (analog zur Planungssystematik) IT- und Büroaufwendungen aus den Segmentkosten in die Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen umgegliedert (Spalte „Sonstige“). Ergebnisseitig heben sich diese Anpassungen unter Sonstige im Wesentlichen auf. Der verbleibende positive Unterschiedsbetrag auf Ebene des EBIT in den Geschäftsjahren 2021 und 2022 resultiert insbesondere aus Anpassungen für Restrukturierungsaufwendungen, welche nicht unter den sonstigen Aufwendungen im Geschäftsbericht ausgewiesen wurden und demzufolge in diesem Anpassungsschritt bereinigt werden.

KPMG hat darüber hinaus in Abstimmung mit der SAG die Vergangenheitsjahre 2021 bis 2023 um aperiodische sowie außerordentliche sonstige Erträge und sonstige Aufwendungen bereinigt (Spalte „Bereinigungen“). Wir verweisen diesbezüglich auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten auf den Seiten 59 und 60. Die dargestellten Bereinigungen unter der Spalte SAG – der nachfolgenden Tabelle – betreffen ausschließlich die Geschäftsbereiche der SAG, die nach den Transaktionen – Verkauf Integrationsgeschäft mit den dazugehörigen PS-Dienstleistungen und des Produkts Trendminer – im Konzern verbleiben. Die anteilige Aufschlüsselung der Bereinigungen auf Basis der Konzernebene (daher inkl. der Geschäftsbereiche aus den Transaktionen – Spalte Transaktionen) wurde im weitesten Sinne umsatzbezogen vorgenommen. Ergänzend hierzu ist nachfolgend eine Abbildung zur vorgenommenen Aufschlüsselung der Bereinigungen sowie der dazugehörigen Auswirkungen auf das Pro-Forma-EBIT dargestellt:

SAG - Ergebniseffekt der Bereinigungen der sonstigen Erträge und Aufwendungen									
in Mio. EUR	2021			2022			2023		
	Gesamt	Transaktionen	SAG	Gesamt	Transaktionen	SAG	Gesamt	Transaktionen	SAG
Restrukturierung	-	-	-	6,2	3,7	2,5	22,9	13,6	9,2
Rechtsstreitigkeiten	-	-	-	9,2	4,7	4,5	37,8	20,0	17,8
Verkauf Beteiligung (Ertrag)	-	-	-	-11,9	-11,9	-	-	-	-
Wertminderungsaufwand GoF	-	-	-	25,3	12,6	12,7	-	-	-
Übrige	9,1	4,1	5,0	-0,9	-1,0	0,1	6,1	3,2	2,9
<b>Gesamt</b>	<b>9,1</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>27,9</b>	<b>8,1</b>	<b>19,8</b>	<b>66,8</b>	<b>36,9</b>	<b>29,9</b>

Aufwendungen und Erträge aus Fremdwährungen (Wechselkurseffekt, netto) wurden nicht bereinigt. Somit umfassen die Bereinigungen insbesondere folgende Themengebiete:

- Aufwendungen und Erträge mit Einmalcharakter (insbesondere aus Aufwendungen bzw. Erlösen aus Erwerben und Verkäufen sowie damit im Zusammenhang stehenden Beratungskosten, Restrukturierungen sowie Kosten aus Rechtsstreitigkeiten).
- Außerplanmäßige Abschreibungen im Zusammenhang mit dem Geschäftsbereich PS.
- Übrige: IT-bezogene Aufwendungen im Zusammenhang mit einem Schadsoftware-Angriff, Aufwendungen im Zusammenhang mit der Beteiligung eines Investors an der SAG (Emission Wandelanleihe Silver Lake), Zuwendungen der öffentlichen Hand und übrige sonstige Aufwendungen und Erträge.

Für weitere Ausführungen hinsichtlich der vorgenommenen Bereinigungen verweisen wir auf das Bewertungsgutachten Seite 59 f.

Wir haben uns die wesentlichen Bereinigungen erläutern lassen und halten diese im Hinblick auf die Abbildung eines normalisierten Ergebnisses und demzufolge hinsichtlich der verbesserten Vergleichbarkeit zwischen Vergangenheit und Planung für sachgerecht.

Somit stellen sich die Pro-Forma-Finanzinformationen der Gewinn- und Verlustrechnung der SAG für die Jahre 2021 bis 2023 wie folgt dar:

<b>SAG - Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung</b>			
<b>in Mio. EUR</b>	<b>Ist (Pro-Forma, bereinigt)</b>		
	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Digital Business	130,1	147,3	150,4
Adabas & Natural	214,5	251,1	246,6
Professional Services	75,8	79,7	76,7
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>420,5</b>	<b>478,2</b>	<b>473,8</b>
Digital Business	20,5	24,5	23,9
Adabas & Natural	7,0	7,9	6,5
Professional Services (a)	56,3	64,3	66,3
<b>Umsatzkosten</b>	<b>83,7</b>	<b>96,6</b>	<b>96,7</b>
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>336,7</b>	<b>381,6</b>	<b>377,0</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>80,1%</i>	<i>79,8%</i>	<i>79,6%</i>
Digital Business	55,8	59,8	59,6
Adabas & Natural	27,1	33,3	25,4
Professional Services	-	-	-
<b>Vertriebsaufwendungen</b>	<b>82,8</b>	<b>93,1</b>	<b>85,0</b>
Digital Business	34,5	37,8	43,4
Adabas & Natural	25,0	25,4	23,1
Professional Services	-	-	-
<b>Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen</b>	<b>59,5</b>	<b>63,2</b>	<b>66,5</b>
<b>Segmentergebnis</b>	<b>194,4</b>	<b>225,3</b>	<b>225,6</b>
<i>Segmentmarge</i>	<i>46,2%</i>	<i>47,1%</i>	<i>47,6%</i>
Sonstige Funktionskosten	126,9	162,5	163,7
Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen (b)	152,7	176,1	166,6
Sonstige Erträge und Aufwendungen	0,2	2,7	-4,3
Sonstige Steuern	2,7	1,2	4,3
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	11,7	11,5	6,9
<b>EBIT</b>	<b>-99,4</b>	<b>-123,3</b>	<b>-120,2</b>
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-23,6%</i>	<i>-25,8%</i>	<i>-25,4%</i>

(a) Beinhaltet auch Vertriebsaufwendungen

(b) Beinhaltet allgemeine Verwaltungsaufwendungen sowie IT- und Büroaufwendungen

Für weitere Informationen zur Entwicklung der SAG verweisen wir auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten auf den S. 25 ff. Die Pro-Forma-Konzern-GuV verdeutlicht, dass das hohe Umsatzwachstum im Betrachtungszeitraum insbesondere aus dem Geschäftsbereich A&N im Geschäftsjahr 2022 resultiert. Die in den 3 vergangenen Geschäftsjahren ausgewiesenen negativen EBIT-Beträge und damit auch EBIT-Margen sind zum einen durch nicht übertragene Funktionskosten (im Zuge des Verkaufs des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer) sowie die fast vollständig verbleibenden Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen geprägt.

Die Entwicklung der SAG in der Vergangenheit resultierte im Wesentlichen aus den unterschiedlichen Geschäftsbereichen und wird nachfolgend erläutert:

<b>SAG – Geschäftsbereich A&amp;N – Umsatzerlöse und Segmentergebnis</b>			
in Mio. EUR	Ist (Pro-Forma, bereinigt)		
	2021	2022	2023
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>214,5</b>	<b>251,1</b>	<b>246,6</b>
aus Perpetual License	153,4	145,3	127,0
aus Subskription	61,1	105,8	119,6
aus SaaS	0,0	0,0	0,0
Wachstum	n/a	17,1%	-1,8%
Umsatzkosten	7,0	7,9	6,5
in % von Umsatzerlösen	3,3%	3,1%	2,6%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>207,5</b>	<b>243,3</b>	<b>240,1</b>
Bruttomarge	96,7%	96,9%	97,4%
Vertriebsaufwendungen	27,1	33,3	25,4
in % von Umsatzerlösen	12,6%	13,3%	10,3%
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	25,0	25,4	23,1
in % von Umsatzerlösen	11,6%	10,1%	9,4%
<b>Segmentergebnis</b>	<b>155,4</b>	<b>184,5</b>	<b>191,6</b>
Segmentmarge	72,5%	73,5%	77,7%

### Zentrale Aussagen Geschäftsbereich A&N:

- Grundsätzlich werden im Geschäftsbereich A&N die Softwareanwendungen ausschließlich über die Vertragsmodelle Perpetual License sowie Subskription angeboten, ferner erzielte die SAG im Geschäftsjahr 2021 in einem sehr geringen Umfang Umsatzerlöse im SaaS-Bereich. Diese Umsatzerlöse gehen auf ein Ausnahmeprojekt in der Vergangenheit zurück, welches in diesem Vertragsmodell künftig nicht mehr angeboten wird.
- Der Umsatzrückgang im Geschäftsbereich A&N im Jahr 2023 ist im Wesentlichen währungsbedingt; die Umsatzerlöse konnten bei konstanter Währungsumrechnung um rd. 3,2 % gesteigert werden. Hintergrund dieser Entwicklung in diesem gesättigten Markt ist insbesondere die Umstellung von Verträgen von Perpetual License zu Subskription. Neben dem vorzeitigen Abschluss eines großvolumigen Kundenauftrags in Israel waren die Bestrebungen der Umstellung von Perpetual License zu Subskription und die damit im Allgemeinen einhergehenden Lizenzerweiterungen ebenfalls Haupttreiber des Umsatzanstiegs im Jahr 2022.
- Die Umsatzkosten im Geschäftsbereich A&N umfassen im Wesentlichen Personalaufwendungen des Kundensupports. Effizienzgewinne im Bereich der Supportorganisation im Geschäftsjahr 2023 und steigende Umsatzerlöse – insbesondere aus den Umstellungen der Vertragsmodelle und die damit einhergehenden Preis- sowie Lizenzerweiterungen – konnten im Zeitablauf trotz inflationärer Kostensteigerung zu einer kontinuierlichen Verbesserung der Umsatzkostenquote beitragen.



- Die Vertriebsaufwendungen werden insbesondere durch Aufwendungen für Mitarbeiter im Vertrieb und im technischen Vorvertrieb geprägt. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2022 steht insbesondere im Zusammenhang mit dem deutlichen Umsatzanstieg. Im Geschäftsjahr 2023 konnte sich die Aufwandsquote signifikant verbessern, da die verrechnungsbasierten Vertriebsleistungen aufgrund eines geringeren Leistungsaustausches zwischen A&N sowie DB zurückgingen.
- Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen fallen im Wesentlichen für die Pflege des Kundenstamms sowie die Aktualisierung/Entwicklung der A&N-Anwendungen der SAG an. In der Vergangenheit konnte sich die Aufwandsquote sukzessive verbessern, da trotz geringer Investitionen in den Geschäftsbereich A&N die Umsatzerlöse moderat anstiegen. Grundsätzlich würden geringe F&E-Investitionen tendenziell einen Rückgang der Kundenbasis und damit der Umsatzerlöse im A&N-Bereich erwarten lassen. Jedoch konnten Umsatzerlöse durch unerwartete sowie vorzeitige Vertragsabschlüsse mit Bestandskunden in den Geschäftsjahren 2022 sowie 2023 auf einem deutlich erhöhten Niveau erzielt werden. Zusammen mit einer Verlagerung von F&E-Teams in den Bereich Integration sowie Kostenoptimierungsprojekten kam es im Ergebnis zu einer deutlichen Verbesserung der Aufwandsquote.
- Insgesamt haben die steigenden Umsatzerlöse vor dem Hintergrund der Verbesserung der Aufwandsquoten und Kostenkontrollen/-optimierungen zu einer positiven Entwicklung des Segmentergebnisses geführt. Die Segmentmarge konnte ausgehend von 72,5 % im Jahr 2021 auf 77,7 % im Jahr 2023 kontinuierlich gesteigert werden.

#### SAG – Geschäftsbereich DB – Umsatzerlöse und Segmentergebnis

in Mio. EUR	Ist (Pro-Forma, bereinigt)		
	2021	2022	2023
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>130,1</b>	<b>147,3</b>	<b>150,4</b>
aus Perpetual License	50,0	41,5	33,9
aus Subskription	47,5	57,7	55,1
aus SaaS	32,5	48,1	61,4
Wachstum	n/a	13,2%	2,1%
Umsatzkosten	20,5	24,5	23,9
in % von Umsatzerlösen	15,7%	16,6%	15,9%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>109,7</b>	<b>122,9</b>	<b>126,5</b>
Bruttomarge	84,3%	83,4%	84,1%
Vertriebsaufwendungen	55,8	59,8	59,6
in % von Umsatzerlösen	42,8%	40,6%	39,6%
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	34,5	37,8	43,4
in % von Umsatzerlösen	26,5%	25,6%	28,9%
<b>Segmentergebnis</b>	<b>19,4</b>	<b>25,3</b>	<b>23,5</b>
Segmentmarge	14,9%	17,2%	15,6%

**Zentrale Aussagen Geschäftsbereich DB:**

- Der Geschäftsbereich DB umfasst – nach Veräußerung des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer – die Produkte Alfabet, ARIS und Cumulocity. Durch den überwiegenden Umsatzanteil des Produkts ARIS im Geschäftsbereich DB (rd. 69,7 % im Geschäftsjahr 2023), wurden die Umsatz- sowie Kostenentwicklungen des Geschäftsbereichs elementar durch Entwicklungen im Produktumfeld ARIS bestimmt.
- Wie im Geschäftsbereich A&N ist auch im Geschäftsbereich DB in der Vergangenheit eine Reduzierung der Umsatzerlöse aus dem Vertragsmodell Perpetual License festzustellen. Anders als im Bereich A&N findet jedoch eine Migration dieser unbefristeten Lizenzverträge neben dem Vertragsmodell Subskriptionen auch in die SaaS-Vertragsmodelle statt. Mit Verweis auf unsere Ausführungen im Abschnitt C.II.2.c) ist festzuhalten, dass auch die vergangenen Umsatzerlösentwicklungen der SAG durch hohe Steigerungsraten im SaaS-Umfeld geprägt waren. So konnte die SAG ihre Umsatzerlöse ausgehend vom Geschäftsjahr 2021 bis zum Geschäftsjahr 2023 im SaaS-Bereich um durchschnittlich rd. 37 % p. a. steigern. Im Vergleich dazu fiel die Wachstumsrate im Bereich Subskriptionen mit rd. 7,7 % p. a. deutlich moderater aus.
- Das kontinuierliche Umsatzwachstum im Geschäftsbereich DB von (13,2 % im Jahr 2022 und 2,1 % im Jahr 2023) resultiert neben dem Neukundengeschäft aus der Verschiebung von unbefristeten Lizenzen hin zu SaaS- und Subskriptions-Lösungen. Auch hier wird die Umsatzentwicklung durch Wechselkurseffekte beeinflusst. Während Wechselkurseffekte den Umsatz im Jahr 2022 positiv beeinflussten, ergeben sich im Jahr 2023 negative Effekte.
- Die Umsatzkosten im Geschäftsbereich DB umfassen neben den Personalaufwendungen des Kundensupports auch Lizenzkosten von Dritttechnologien und Hosting-Kosten für den Cloudbetrieb im SaaS-Bereich. Effizienzgewinne und steigende Umsatzerlöse konnten zwar im Zeitablauf zur Verbesserung der Umsatzkosten führen, jedoch wurde dieser Effekt durch zusätzliche SaaS-Kosten – insbesondere umsatzabhängige Hosting-Aufwendungen – (teil-)kompensiert, die ausgehend vom Geschäftsjahr 2021 bis zum Geschäftsjahr 2023 zugenommen haben.
- Die Vertriebsaufwendungen umfassen im Wesentlichen Personalaufwendungen in den Bereichen Vertrieb und Marketing. Der Umsatzmix und Optimierungsmaßnahmen i. V. m. einem höheren Anteil an Vertragsverlängerungen – die geringere Vertriebsbemühungen erfordern – haben im Zeitablauf zu einer kontinuierlichen Reduktion der Aufwandsquote geführt. Die Vertriebsaufwandsquote ist somit ausgehend vom Geschäftsjahr 2021 von 42,8 % auf 39,6 % im Geschäftsjahr 2023 gesunken.

- Die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen im Geschäftsbereich DB fallen insbesondere für die Pflege sowie die Weiterentwicklung des Produktportfolios an. Die Entwicklung der F&E-Aufwendungen war in der Vergangenheit maßgeblich von den Produkten ARIS sowie auch Cumulocity geprägt. Der signifikante Anstieg der F&E-Aufwendungen im Jahr 2023 beruht im Wesentlichen auf zusätzlichen Aufwendungen an Dritte, mit dem Ziel deren Expertise und Bandbreite für die Weiterentwicklung des DB-Portfolios zu nutzen.
- Im Geschäftsbereich DB zeigt sich somit in der Gesamtbetrachtung eine Verbesserung der Segmentergebnismarge von 14,9 % im Geschäftsjahr 2021 auf 17,2 % im Geschäftsjahr 2022, welche im Wesentlichen auf die geringeren Vertriebsaufwandsquoten zurückzuführen ist. Die Verbesserung der Vertriebsaufwendungen setzt sich zwar im Geschäftsjahr 2023 fort, wird jedoch – bei nahezu gleichbleibenden Umsatzerlösen – aufgrund der deutlich höheren Aufwandsquote im Bereich F&E überkompensiert. Hieraus resultiert für das Jahr 2023 eine Reduktion der Segmentergebnismarge auf 15,6 %.

### SAG – Geschäftsbereich PS – Umsatzerlöse und Segmentergebnis

in Mio. EUR	Ist (Pro-Forma, bereinigt)		
	2021	2022	2023
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>75,8</b>	<b>79,7</b>	<b>76,7</b>
<i>Wachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>5,1%</i>	<i>-3,7%</i>
Umsatzkosten & Vertriebsaufwendungen	56,3	64,3	66,3
<i>in % von Umsatzerlösen</i>	<i>74,2%</i>	<i>80,6%</i>	<i>86,4%</i>
<b>Segmentergebnis</b>	<b>19,6</b>	<b>15,4</b>	<b>10,5</b>
<i>Segmentmarge</i>	<i>25,8%</i>	<i>19,4%</i>	<i>13,6%</i>

### Zentrale Aussagen Geschäftsbereich PS:

- Der Geschäftsbereich PS erbringt Implementierungs-, Entwicklungs- und Migrationsdienstleistungen im Umfeld des SAG-Produktportfolios. Der Geschäftsbereich agiert demzufolge in unterstützender Funktion für die Geschäftsbereiche A&N und DB. PS fokussiert sich auskunftsgemäß auf Wertschöpfungstiefe im Produktportfolio und Servicequalität und weniger auf Umsatzwachstum. Die Umsatzentwicklung in den Jahren 2022 und 2023 wurde insbesondere von Wechselkurseffekten geprägt. So stiegen die Umsatzerlöse im Jahr 2022 um 5,1 % und sanken im Jahr 2023 um 3,7 %.
- Darüber hinaus führt die zunehmende Bedeutung des Vertragsmodells SaaS für die SAG im Geschäftsbereich PS nicht zu wesentlichen positiven Impulsen, da Kunden für diese Softwareanwendungen über Cloud, bspw. Implementierungsdienstleistungen des Geschäftsbereichs PS, nur eingeschränkt nachfragen.

- Die im Beobachtungszeitraum der Vergangenheit niedrigen Aufwandsquoten im Geschäftsjahr 2021 für die Umsatzkosten & Vertriebsaufwendungen des Geschäftsbereichs PS waren insbesondere durch den Verkauf des niedrigmargigen PS-Bereichs in Spanien sowie durch die ausgesetzten Gehaltserhöhungen an die Mitarbeiter im Geschäftsbereich PS beeinflusst. In den Geschäftsjahre 2022 und 2023 hat sich diese Aufwandsquote sukzessive verschlechtert, was im Ergebnis auch zu einer deutlichen Segmentergebnis- und Margenreduktion führte. Die Verschlechterung der Aufwandsquoten resultierte – neben inflationären Effekten bzw. Gehaltssteigerungen – im Wesentlichen auch aus einem Personalaufbau von höher qualifizierten Mitarbeitern. Durch diesen Personalaufbau bzw. die strategische Neuausrichtung des Geschäftsbereichs PS plant die SAG, die Kunden der übrigen Geschäftsbereiche (A&N sowie DB) durch höherwertige Leistungen künftig noch besser zu unterstützen. Darüber hinaus waren die Umsatzkosten und Vertriebsaufwendungen der Geschäftsjahre 2022 und 2023 auch durch hohe Kosten von Personal-Subunternehmern (Unterauftragnehmer) belastet.

Nachfolgend wird die vergangene Entwicklung der nicht segmentspezifischen Pro-Forma-Zentralaufwendungen und -erträge der SAG Geschäftsjahre 2021 bis 2023 erläutert:

<b>SAG - Erträge und Aufwendungen auf Konzernebene</b>			
in Mio. EUR	Ist (Pro-Forma, bereinigt)		
	2021	2022	2023
<b>Segmentergebnisse</b>	<b>194,4</b>	<b>225,3</b>	<b>225,6</b>
Sonstige Funktionskosten	126,9	162,5	163,7
Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen	152,7	176,1	166,6
Sonstige Erträge und Aufwendungen	0,2	2,7	-4,3
Sonstige Steuern	2,7	1,2	4,3
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	11,7	11,5	6,9
<b>Gesamte nicht segmentspezifische Aufw. und Erträge</b>	<b>293,8</b>	<b>348,6</b>	<b>345,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>-99,4</b>	<b>-123,3</b>	<b>-120,2</b>
<i>EBIT-Marge</i>	-23,6%	-25,8%	-25,4%
<b>Aufwandsquoten in % von Umsatzerlösen</b>			
Sonstige Funktionskosten	30,2%	34,0%	34,5%
Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen	36,3%	36,8%	35,2%
Sonstige Erträge und Aufwendungen	0,0%	0,6%	-0,9%
Sonstige Steuern	0,6%	0,3%	0,9%
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	2,8%	2,4%	1,5%
<b>Gesamte nicht segmentspezifische Aufw. und Erträge</b>	<b>69,9%</b>	<b>72,9%</b>	<b>73,0%</b>

Die **sonstigen Funktionskosten** betreffen das Integrationsgeschäft und damit die Produkte web-Methods und StreamSets sowie das Produkt Trendminer. Diese Funktionskosten werden nicht durch die Veräußerungen übertragen und verbleiben somit bei der SAG. Sie umfassen sowohl Shared-Service-Kosten als auch spezifische Umsatzkosten, Vertriebs- sowie Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen. Teilweise wurden in der Historie geschäftsbereichsübergreifend Leistungen im Konzern erbracht. Im Zeitablauf sollen diese Kosten an die Neuausrichtung der SAG angepasst werden. Der Anstieg dieser Kosten im Jahr 2022 resultiert zum einen aus dem Zukauf von StreamSets und einer dadurch bedingt höheren Allokation von Funktionskosten auf den Bereich Integrationsgeschäft sowie zum anderen aus Gehaltssteigerungen.

**Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen** betreffen neben den Zentralfunktionen wie Finanzen, Steuern, Personal auch Infrastrukturaufwendungen für Büro und IT des gesamten SAG-Konzerns. Wie auch bei den sonstigen Funktionskosten, enthalten die Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen Bestandteile aus den veräußerten Bereichen/Produkten (Integrationsgeschäft und des Produkts Trendminer), die nach der Durchführung der Transaktionen im SAG-Konzern verbleiben. Der deutliche Anstieg der Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen im Geschäftsjahr 2022 wird im Wesentlichen durch den Zukauf des Produkts StreamSets, allgemeine Gehaltssteigerungen der SAG-Mitarbeiter sowie höhere Ausgaben für IT-Sicherheit begründet. Der Rückgang der Aufwendungen im Geschäftsjahr 2023 wurde hingegen insbesondere durch Kostenoptimierungen im Vorstandsbereich sowie durch den Verzicht auf allgemeine Gehaltsanpassungen an das inflationäre gesamtwirtschaftliche Umfeld realisiert.

Die dargestellten **sonstigen Erträge und Aufwendungen** der SAG betreffen in den Geschäftsjahren 2021 bis 2023 vorwiegend Wechselkursgewinne bzw. Wechselkursverluste. Einmalige sowie aperiodische Sachverhalte der sonstigen Erträge und Aufwendungen wurden bereits im Zuge der Ermittlung der Pro-Forma-Finanzinformationen bereinigt.

Die **sonstigen Steuern** der Gesellschaft entfallen in der Vergangenheit insbesondere auf Grunderwerbsteuern, Grundsteuern, Kfz-Steuern und lizenzgebührenbezogene Steuern. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2023 resultiert aus Rückstellungsbildungen für Grunderwerbsteuern im Zusammenhang mit der Übernahme durch Silver Lake.

Die **Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte** betreffen im Wesentlichen akquisitionsbedingte Abschreibungen von erworbenen Kundenstämmen, Software und Markennamen. Diese Abschreibungen laufen nutzungsdauerbedingt kontinuierlich aus. Daher reduzieren sich die bereinigten Abschreibungen im Zeitablauf von EUR 11,7 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 6,9 Mio. im Jahr 2023.

Nachfolgend sind die Konzernbilanzen der SAG zum 31. Dezember 2022 sowie zum 31. Dezember 2023 laut dem Geschäftsbericht 2023 dargestellt:

<b>SAG- Konzernbilanz - Aktiva</b>		
in Mio. EUR	angepasst	
	31.12.2022	31.12.2023
Immaterielle Vermögenswerte	221,7	36,5
Geschäfts- oder Firmenwerte	1.381,8	590,8
Sachanlagen	76,0	58,1
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	5,6	2,8
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	9,8	10,0
Forderungen aus L&L und sonstige Forderungen	135,8	98,5
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	52,8	48,2
Ertragsteuererstattungsansprüche	15,7	0,1
Latente Steueransprüche	8,0	6,3
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>1.907,4</b>	<b>851,4</b>
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	427,1	130,0
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	2,6	7,0
Forderungen aus L&L und sonstige Forderungen	265,3	129,3
Sonstige nichtfinanzielle Vermögenswerte	52,0	53,6
Ertragsteuererstattungsansprüche	36,5	25,5
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	0,0	1.167,7
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>783,5</b>	<b>1.513,2</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>2.690,9</b>	<b>2.364,6</b>
<b>Software AG - Konzernbilanz - Passiva</b>		
in Mio. EUR	angepasst	
	31.12.2022	31.12.2023
<b>Eigenkapital</b>	<b>1.521,5</b>	<b>1.456,7</b>
Finanzielle Verbindlichkeiten	635,2	425,6
Verbindlichkeiten aus L&L und sonstige Verb.	0,1	0,0
Sonstige nichtfinanzielle Verbindlichkeiten	0,9	3,0
Sonstige Rückstellungen	5,5	13,1
Rückstellungen für Pensionen	11,8	18,8
Ertragsteuerschulden	0,9	0,0
Latente Steuerschulden	42,7	1,0
Vertragsverbindlichkeiten	15,6	1,4
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>712,6</b>	<b>462,9</b>
Finanzielle Verbindlichkeiten	31,9	7,3
Verbindlichkeiten aus L&L und sonstige Verb.	57,4	68,2
Sonstige nichtfinanzielle Verbindlichkeiten	138,0	106,6
Sonstige Rückstellungen	59,5	45,0
Ertragsteuerschulden	32,8	22,9
Vertragsverbindlichkeiten	137,2	51,7
Zur Veräußerung gehalten klassifizierte Verb.	0,0	143,2
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>456,8</b>	<b>445,0</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>2.690,9</b>	<b>2.364,6</b>

Die zentralen Entwicklungen und Bestandteile der Konzernbilanz werden nachfolgend beschrieben. Für weitere ergänzende Erläuterungen zur Vermögenslage der SAG verweisen wir auf die Seiten 28 bis 29 des Bewertungsgutachtens.

Die **Konzernbilanz** nach IFRS auf den 31. Dezember 2023 umfasst neben dem geschäftsbedingten Working Capital (Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie Vertragsverbindlichkeiten) insbesondere zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte (Integrationsgeschäft), Geschäfts- oder Firmenwerte sowie finanzielle Verbindlichkeiten insbesondere gegenüber der Mosel Bidco. Veränderungen in der Bilanzstruktur von 2022 nach 2023 sind insbesondere auf die Umklassifizierung von Vermögenswerten und Schulden aus dem Integrationsgeschäft gemäß IFRS 5 (zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte und Schulden) zurückzuführen. Darüber hinaus sind in den Bilanzen zu den Stichtagen 31. Dezember 2022 sowie 2023 weiterhin die Vermögenswerte und Schulden enthalten, die das Produkt Trendminer betreffen. Eine Umklassifizierung zu den zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten wurde zum Bilanzstichtag noch nicht vorgenommen. Die Veräußerung des Produkts Trendminer umfasst zum 31. Dezember 2023 enthaltene Vermögenswerte in Höhe von EUR 34,1 Mio.

Die **Aktiva enthalten zu den beiden Bilanzstichtagen** aufgrund des Geschäftsmodells nur in geringem Umfang materielle Vermögenswerte. Ergänzend dazu resultierte zum 31. Dezember 2023 durch die Umklassifizierung zu den zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten ein materieller Aktivtausch von den langfristigen Vermögenswerten zu den kurzfristigen Vermögenswerten.

Die **Passiva** wurden in der Vergangenheit wesentlich durch das Eigenkapital der Gesellschaft geprägt. Ferner bestehen die Passiva auch zu großen Teilen aus langfristigen finanziellen Verbindlichkeiten – u. a. durch die Gewährung eines Darlehens der Mosel Bidco – sowie Bankdarlehen. Der Rückgang der langfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und damit auch der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente im Geschäftsjahr 2023 geht insbesondere auf die Rückzahlung einer Wandelschuldverschreibung in Höhe von EUR 344,3 Mio. zurück.

Die sonstigen Verbindlichkeiten der Gesellschaft umfassen insbesondere Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern und Steuerverbindlichkeiten. Der Rückgang im Geschäftsjahr 2023 resultiert größtenteils aus der Umklassifizierung in die zur Veräußerung gehaltenen Verbindlichkeiten.

Aufgrund des Bestrebens der SAG, die Vertragsmodelle auf Subskriptionen sowie SaaS zu verschieben, entstehen auf der Passivseite der Gesellschaft Vertragsverbindlichkeiten, welche aufgrund von Vorauszahlungen der Kunden für künftig zu erbringende Leistungen der SAG begründet sind. Auch hier geht der deutliche Rückgang der Vertragsverbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2023 auf die Umklassifizierung in die zur Veräußerung gehaltenen Verbindlichkeiten zurück.

#### iv. Analyse der Planungsrechnung

Die Bewertung der SAG basiert – mit Ausnahme der in Abschnitt C.II.4.b) dargestellten Aspekte – auf der nachfolgend dargestellten Planungsrechnung für die Jahre 2024 bis 2028. Zusätzlich enthält die nachfolgende Abbildung zum Vergleich auch die bereinigten Pro-Forma-Vergangenheitsjahre 2021 bis 2023:

SAG - Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung								
in Mio. EUR	Ist (Pro-Forma, bereinigt)			Budget	Planung			
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Digital Business	130,1	147,3	150,4	158,6	172,7	188,3	207,3	224,0
Adabas & Natural	214,5	251,1	246,6	250,0	245,2	244,0	247,4	249,9
Professional Services	75,8	79,7	76,7	77,0	77,8	78,5	79,3	80,1
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>420,5</b>	<b>478,2</b>	<b>473,8</b>	<b>485,5</b>	<b>495,7</b>	<b>510,8</b>	<b>534,0</b>	<b>554,0</b>
Digital Business	20,5	24,5	23,9	24,1	26,3	28,9	31,7	34,5
Adabas & Natural	7,0	7,9	6,5	5,9	5,8	5,8	5,9	5,9
Professional Services	56,3	64,3	66,3	68,0	68,0	68,0	68,0	67,9
<b>Umsatzkosten</b>	<b>83,7</b>	<b>96,6</b>	<b>96,7</b>	<b>98,0</b>	<b>100,1</b>	<b>102,7</b>	<b>105,6</b>	<b>108,4</b>
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>336,7</b>	<b>381,6</b>	<b>377,0</b>	<b>387,6</b>	<b>395,6</b>	<b>408,1</b>	<b>428,5</b>	<b>445,7</b>
<i>Bruttomarge</i>	80,1%	79,8%	79,6%	79,8%	79,8%	79,9%	80,2%	80,4%
Digital Business	55,8	59,8	59,6	57,7	60,7	63,9	67,8	70,4
Adabas & Natural	27,1	33,3	25,4	25,9	25,4	25,3	25,6	25,9
Professional Services	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Vertriebsaufwendungen</b>	<b>82,8</b>	<b>93,1</b>	<b>85,0</b>	<b>83,6</b>	<b>86,1</b>	<b>89,2</b>	<b>93,4</b>	<b>96,3</b>
Digital Business	34,5	37,8	43,4	47,7	50,3	53,0	56,2	58,1
Adabas & Natural	25,0	25,4	23,1	30,4	29,8	29,6	30,0	30,3
Professional Services	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen</b>	<b>59,5</b>	<b>63,2</b>	<b>66,5</b>	<b>78,0</b>	<b>80,1</b>	<b>82,6</b>	<b>86,2</b>	<b>88,4</b>
<b>Segmentergebnis</b>	<b>194,4</b>	<b>225,3</b>	<b>225,6</b>	<b>225,9</b>	<b>229,4</b>	<b>236,3</b>	<b>248,8</b>	<b>260,9</b>
<i>Segmentmarge</i>	46,2%	47,1%	47,6%	46,5%	46,3%	46,3%	46,6%	47,1%
Sonstige Funktionskosten	126,9	162,5	163,7	147,7	73,6	42,8	38,5	36,6
Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen	152,7	176,1	166,6	175,5	127,5	99,0	103,5	107,3
Sonstige Erträge und Aufwendungen	0,2	2,7	-4,3	-183,5	-61,6	-3,2	-1,4	-
Sonstige Steuern	2,7	1,2	4,3	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	11,7	11,5	6,9	3,8	1,6	1,0	0,8	0,8
<b>EBIT</b>	<b>-99,4</b>	<b>-123,3</b>	<b>-120,2</b>	<b>-287,4</b>	<b>-37,8</b>	<b>87,4</b>	<b>101,5</b>	<b>113,0</b>
<i>EBIT-Marge</i>	-23,6%	-25,8%	-25,4%	-59,2%	-7,6%	17,1%	19,0%	20,4%

Nachfolgend wird die Planung nach Geschäftsbereichen bis zum Segmentergebnis aufgeschlüsselt.



## Geschäftsbereich A&amp;N

Die Planung des Geschäftsbereichs A&N stellt sich bis zum Segmentergebnis wie folgt dar:

SAG – Geschäftsbereich A&N – Umsatzerlöse und Segmentergebnis								
in Mio. EUR	Ist (Pro-Forma, bereinigt)			Budget 2024	Planung			
	2021	2022	2023		2025	2026	2027	2028
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>214,5</b>	<b>251,1</b>	<b>246,6</b>	<b>250,0</b>	<b>245,2</b>	<b>244,0</b>	<b>247,4</b>	<b>249,9</b>
<i>Wachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>17,1%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>1,4%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,0%</i>
Umsatzkosten	7,0	7,9	6,5	5,9	5,8	5,8	5,9	5,9
<i>in % von Umsatzerlösen</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>207,5</b>	<b>243,3</b>	<b>240,1</b>	<b>244,0</b>	<b>239,4</b>	<b>238,2</b>	<b>241,5</b>	<b>244,0</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>96,7%</i>	<i>96,9%</i>	<i>97,4%</i>	<i>97,6%</i>	<i>97,6%</i>	<i>97,6%</i>	<i>97,6%</i>	<i>97,6%</i>
Vertriebsaufwendungen	27,1	33,3	25,4	25,9	25,4	25,3	25,6	25,9
<i>in % von Umsatzerlösen</i>	<i>12,6%</i>	<i>13,3%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,4%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	25,0	25,4	23,1	30,4	29,8	29,6	30,0	30,3
<i>in % von Umsatzerlösen</i>	<i>11,6%</i>	<i>10,1%</i>	<i>9,4%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,1%</i>
<b>Segmentergebnis</b>	<b>155,4</b>	<b>184,5</b>	<b>191,6</b>	<b>187,8</b>	<b>184,2</b>	<b>183,3</b>	<b>185,8</b>	<b>187,8</b>
<i>Segmentmarge</i>	<i>72,5%</i>	<i>73,5%</i>	<i>77,7%</i>	<i>75,1%</i>	<i>75,1%</i>	<i>75,1%</i>	<i>75,1%</i>	<i>75,1%</i>

Die **Umsatzerlöse** im Geschäftsbereich A&N werden ausgehend vom Geschäftsjahr 2023 bis zum Planjahr 2028 in der Gesamtbetrachtung nahezu konstant geplant. Somit liegt der Planansatz der Umsatzerlöse des Planjahres 2028 mit EUR 249,9 Mio. nahezu auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2023 mit Umsatzerlösen in Höhe von EUR 246,6 Mio. Im Einzelnen werden – nach einem geringen Umsatzwachstum im Budgetjahr 2024 von 1,4 % – für die beiden darauffolgenden Planjahre 2025 bzw. 2026 geringe Umsatzrückgänge in Höhe von 1,9 % bzw. 0,5 % prognostiziert. Diese leichten Umsatzrückgänge werden im Wesentlichen durch einen geringeren Umfang von anstehenden Vertragserneuerungen im Bereich Subskriptionen begründet. Ab dem Planjahr 2027 wird in der Planung der SAG wiederum ein erneutes Umsatzwachstum in Höhe von 1,4 % im Jahr 2027 bzw. 1,0 % im Jahr 2028 unterstellt.

Für die Beurteilung der Umsatzplanung ist zu berücksichtigen, dass die Softwareanwendungen im Geschäftsbereich A&N bereits seit über 50 Jahren angeboten werden und sich die Produkte in dem Bereich bereits in einer sehr fortgeschrittenen Phase des Produktlebenszyklus befinden. Infolgedessen unterliegt der Geschäftsbereich einem Wettbewerbsumfeld, in dem Drittanbieter – anders als bei den Softwareanwendungen des Bereichs A&N – Substitute mit ähnlichen und zum Teil sogar verbesserten/erweiterten Funktionen anbieten. Jedoch sind die Produkte von A&N für ihre Kunden meist geschäftskritisch und von hoher strategischer Relevanz, sodass ein künftiger Wechsel der A&N-Kunden zu Wettbewerbern zwar grundsätzlich nicht ausgeschlossen werden kann. Es wäre aber aufgrund hoher Wechselkosten sowie der stabilen Funktionsfähigkeit der A&N-Software mit vergleichsweise hohen Hürden verbunden. Darüber hinaus hat die SAG bereits 2015 das Programm "Adabas & Natural 2050+" eingeführt. Dieses Programm zielt darauf ab, den Produktlebenszyklus weiter zu verlängern und somit die Kundenabwanderungsrate zu reduzieren.

Wie auch in der Vergangenheit verfolgt die SAG in ihrer Planung für den Geschäftsbereich A&N das Ziel, ihre Bestrebungen zur Umstellung von dem Vertragsmodell Perpetual License zu Subskription fortzuführen. Das Vertragsmodell SaaS soll und kann aufgrund der Bereitstellung auf Großrechnern weiterhin nicht angeboten werden. Im Zuge dieser Umstellung (Migration) wird beabsichtigt – durch die damit einhergehenden Lizenzerweiterungen nebst Preiserhöhungen – die Abwanderung von Kunden zu kompensieren. In der Vergangenheit wurde bereits eine hohe Anzahl an Migrationen mit signifikanten Lizenzerweiterungen der Kunden von A&N realisiert. Die endliche Möglichkeit von Migrationen in Verbindung mit der realistischen Annahme, dass kein wesentliches Neukundengeschäft zu erwarten ist, führt künftig zu einem niedrigeren Umsatzwachstumspotenzial.

Zusammengefasst geht die SAG nachvollziehbar davon aus, dass es in der Zukunft im Geschäftsbereich A&N keine Umsatzerlöse aus dem Neukundengeschäft geben wird und die Abwanderungsraten ihrer Kundenbasis umsatzseitig durch Lizenzerweiterungen und Preiserhöhungen kompensiert werden können.

Die **Umsatzkosten** sollen im Geschäftsjahr 2024 gegenüber dem Vorjahr aufgrund von Effizienzverbesserungen leicht zurückgehen. Dies führt zu einer Verbesserung der Aufwandsquote von rd. 2,6 % auf rd. 2,4 %. Insbesondere im Vergleich zur Vergangenheit in den Geschäftsjahren 2021 und 2022 stellt dies eine deutliche Verbesserung dar. Ausgehend vom Jahr 2024 bis zum Planjahr 2028 wird die Aufwandsquote in den Umsatzkosten konstant fortgeschrieben.

Die **Vertriebsaufwendungen** sollen im Geschäftsjahr 2024 geringfügig steigen, sodass die Aufwandsquote des Geschäftsjahres 2024 mit rd. 10,4 % leicht über der Quote des Vorjahres mit rd. 10,3 % liegt, jedoch unterhalb der Quote der Geschäftsjahre 2021 und 2022 erwartet wird. Ausgehend vom Jahr 2024 bis zum Planjahr 2028 wird keine Veränderung der Aufwandsquote in den Vertriebsaufwendungen geplant.

Im Gegensatz zu den nahezu auf gleichem Niveau fortgeschriebenen Vertriebsaufwendungen sowie Umsatzkosten unterliegen die **Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen** im Budgetjahr 2024 einem deutlichen Anstieg. Ausgehend vom Geschäftsjahr 2023 wird erwartet, dass diese Aufwendungen von EUR 23,1 Mio. bzw. einer Aufwandquote von rd. 9,4 % auf EUR 30,4 Mio. bzw. 12,1 % im Folgejahr 2024 ansteigen. Auch im Vergleich zu den Geschäftsjahren 2021 und 2022 bewegen sich die geplanten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen in der absoluten und quotalen Betrachtung auf einem höheren Niveau. Ausschlaggebend für diese Entwicklung ist, dass in der Vergangenheit für den Geschäftsbereich A&N geringere F&E-Investitionen realisiert wurden. Zur nachhaltigen Stabilisierung des Kundenstamms und damit der Umsatzerlöse wird künftig jedoch ein höherer F&E-Aufwand für notwendig erachtet. Zudem steht zum Bewertungsstichtag der Mitarbeiterstamm im F&E-Bereich vor einem Generationenwechsel. Es wird erwartet, dass zum Erhalt des Know-hows künftig höhere F&E-Aufwendungen erforderlich sind. Ergänzend dazu führt

zudem die Reifephase des Produktlebenszyklus der A&N-Software dazu, dass in der langfristigen Perspektive die Bemühungen zur Beibehaltung der Aktualität sowie der Weiterentwicklung der A&N-Softwareanwendungen ansteigen. Ausgehend vom Jahr 2024 bis zum Planjahr 2028 wird keine Veränderung der Aufwandsquote in den Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen geplant.

Da im Detailplanungszeitraum 2024 bis 2028 nahezu kein Umsatzwachstum geplant ist, können im Geschäftsbereich A&N keine weiteren Kostenvorteile aufgrund von Skaleneffekten auf Ebene der einzelnen Segmentaufwendungen realisiert werden. Angesichts der späten Phase im Produktlebenszyklus wurden signifikante Effizienzsteigerungen auf der Ebene der einzelnen Segmentaufwendungen in der Vergangenheit bereits umgesetzt. Daher erscheint es aus unserer Sicht vertretbar anzunehmen, dass die Kostenquoten sich ausgehend vom Budgetjahr nicht mehr verbessern.

Im Ergebnis der geplanten Entwicklungen im Geschäftsbereich A&N sinkt das Segmentergebnis im Budgetjahr 2024 von EUR 191,6 Mio. bzw. einer Marge von 77,7 % des Vorjahres leicht auf ein Ergebnis in Höhe von EUR 187,8 Mio. bei einer Marge von 75,1 %. Die im Planungszeitraum angenommene Marge liegt zwar unterhalb derjenigen des Geschäftsjahres 2023, jedoch oberhalb der Margen der Geschäftsjahre 2021 bzw. 2022.

In der Gesamtschau erachten wir das geplante Segmentergebnis des Geschäftsbereichs A&N unter Beachtung unserer Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Vergangenheit sowie der gegebenen Auskünfte seitens der SAG für plausibel.

### Geschäftsbereich DB

Nachfolgend ist die Planung des Geschäftsbereichs DB bis zum Segmentergebnis dargestellt:

SAG – Geschäftsbereich DB – Umsatzerlöse und Segmentergebnis								
in Mio. EUR	Ist (Pro-Forma, bereinigt)			Budget 2024	Planung			
	2021	2022	2023		2025	2026	2027	2028
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>130,1</b>	<b>147,3</b>	<b>150,4</b>	<b>158,6</b>	<b>172,7</b>	<b>188,3</b>	<b>207,3</b>	<b>224,0</b>
<i>Wachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>13,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>5,4%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,0%</i>
Umsatzkosten	20,5	24,5	23,9	24,1	26,3	28,9	31,7	34,5
<i>in % von Umsatzerlösen</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,6%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,4%</i>	<i>15,3%</i>	<i>15,4%</i>
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>109,7</b>	<b>122,9</b>	<b>126,5</b>	<b>134,5</b>	<b>146,4</b>	<b>159,4</b>	<b>175,6</b>	<b>189,5</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>84,3%</i>	<i>83,4%</i>	<i>84,1%</i>	<i>84,8%</i>	<i>84,8%</i>	<i>84,6%</i>	<i>84,7%</i>	<i>84,6%</i>
Vertriebsaufwendungen	55,8	59,8	59,6	57,7	60,7	63,9	67,8	70,4
<i>in % von Umsatzerlösen</i>	<i>42,8%</i>	<i>40,6%</i>	<i>39,6%</i>	<i>36,4%</i>	<i>35,2%</i>	<i>33,9%</i>	<i>32,7%</i>	<i>31,4%</i>
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	34,5	37,8	43,4	47,7	50,3	53,0	56,2	58,1
<i>in % von Umsatzerlösen</i>	<i>26,5%</i>	<i>25,6%</i>	<i>28,9%</i>	<i>30,1%</i>	<i>29,1%</i>	<i>28,2%</i>	<i>27,1%</i>	<i>25,9%</i>
<b>Segmentergebnis</b>	<b>19,4</b>	<b>25,3</b>	<b>23,5</b>	<b>29,1</b>	<b>35,3</b>	<b>42,4</b>	<b>51,6</b>	<b>61,0</b>
<i>Segmentmarge</i>	<i>14,9%</i>	<i>17,2%</i>	<i>15,6%</i>	<i>18,4%</i>	<i>20,5%</i>	<i>22,5%</i>	<i>24,9%</i>	<i>27,2%</i>

Der **Geschäftsbereich DB** umfasst nach dem Verkauf des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer noch die Produkte ARIS, Alfabet und Cumulocity. Hierbei entfällt mit einem Umsatzanteil von rd. 69,3 % im Geschäftsjahr 2023 der wesentliche Teil auf ARIS. Im Planungszeitraum sollen die **Umsatzerlöse** im Geschäftsbereich DB ausgehend vom Ist-Jahr 2023 um durchschnittlich rd. 8,3 % p.a. wachsen. Ursächlich für dieses Wachstum sind insbesondere die beiden Produkte ARIS und Cumulocity.

Die **Umsatzplanung** der SAG im Bereich DB basiert im Wesentlichen auf Annahmen zur Neukundengewinnung, zur Ausweitung und Verlängerung von Verträgen bei bestehenden Kunden sowie zur Migration von Einmallizenzen hin zu Subskriptions- und SaaS-Modellen. Hierbei erwartet die SAG, dass der Markt für Einmallizenzen und Bereitstellungen als On-Premise-Modelle in Zukunft weiter rückläufig ist.

Dementsprechend resultiert das erwartete Wachstum im Planungszeitraum insbesondere aus dem Wachstum im Bereich SaaS sowie zu Teilen auch aus dem Bereich Subskription. Dies entspricht auch den Markterwartungen für den Softwaremarkt, wonach der SaaS-Anteil in Zukunft weiter zunehmen wird (vgl. hierzu Abschnitt C.II.2.c)). Infolge der Marktentwicklung von Einmallizenzen zu Subskriptions- und SaaS-Modellen wurde für den Bereich Einmallizenzen eine rückläufige Entwicklung aufgrund von Kundenverlusten angenommen. Hierbei wurde von der Gesellschaft unterstellt, dass ein Teil dieser Kunden auf Subskriptions- oder SaaS-Modelle der SAG migrieren. Infolge der sinkenden Ausgangsbasis nehmen die Migrationseffekte im Planungszeitraum sukzessive ab.

Generell setzen sich die Umsatzerlöse im Produktgeschäft bei Einmallizenzen und Subskriptions-Modellen aus den Erlösen aus dem **Verkauf von Lizenzen** bzw. den **Nutzungsgebühren** sowie aus **Instandhaltungs- und Wartungserlösen** zusammen. Hierbei wird auf Basis von Vergangenheitswerten jeweils eine konstante Wartungsrate in Prozent von der Lizenzrate für den gesamten Planungszeitraum angenommen. Diese Raten unterscheiden sich innerhalb der einzelnen Produkte im Bereich DB. Im Bereich SaaS dagegen resultieren die Umsatzerlöse ausschließlich aus Nutzungsgebühren.

Das Produkt **ARIS** umfasst Lösungen im Bereich Business Process Automation (BPA) bzw. BPM und Process Mining. Vorab ist hierzu festzuhalten, dass der Anteil des Bereiches Process Mining mit rd. 5,4 % im Jahr 2023 einen vergleichsweise geringen Anteil am Gesamtumsatz von ARIS hat. Insgesamt liegt das geplante Wachstum unterhalb der von uns recherchierten nicht individualisierten Marktwachstumsraten. Hierzu ist festzustellen, dass Treiber des Marktwachstums in den Bereichen BPA und BPM insbesondere moderne cloudbasierte Technologien sowie das Wachstum im Bereich Process Mining sind. Der Fokus von ARIS liegt jedoch auskunftsgemäß nicht im Process Mining, sondern im Process Mapping. Weiterhin sind die Treiber des Marktwachstums im Bereich Process Mining neben SaaS insbesondere Fortschritte im Bereich KI und Machine Learning, die dazu geführt haben, dass das Process Mining effektiver wird (vgl. Abschnitt C.II.2.c)). Die

Process-Mining-Plattform der SAG beruht insbesondere auf On-Premise-Bereitstellungen und weist darüber hinaus keine KI-Funktionen auf. Das geplante Umsatzwachstum von **Alfabet** und **Cumulocity** im Planungszeitraum ist grundsätzlich zu den von uns recherchierten Wachstumsraten für die jeweiligen Teilmärkte nachvollziehbar.

Die **Umsatzkosten** des Geschäftsbereichs DB entwickeln sich im Planungszeitraum grundsätzlich korrespondierend zu den Umsatzerlösen. Dementsprechend steigen die Umsatzkosten ausgehend von EUR 23,9 Mio. im Jahr 2023 um rd. EUR 10,5 Mio. auf EUR 34,5 Mio. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichem Wachstum von rd. 7,6 %. Die Umsatzkostenquote soll hierbei ausgehend von 15,9 % im Jahr 2023 zunächst auf 15,2 % im Budgetjahr 2024 sinken. Im weiteren Planungsverlauf wird bis zum Jahr 2028 ein Anstieg der Umsatzkostenquote auf 15,4 % angenommen. Ursächlich hierfür ist der steigende Anteil der SaaS-Umsatzerlöse, die im Vergleich zu Einmallyzenzen und Subskriptionen höhere Umsatzkostenquoten aufweisen, da dort neben den Personalaufwendungen, welche auch bei den beiden anderen Bereitstellungsmodellen enthalten sind, Hosting-Kosten von externen Anbietern für die Nutzung der Cloud enthalten sind. Den steigenden SaaS-Umsatzkosten stehen gegenläufig Effizienzmaßnahmen und Skaleneffekte gegenüber. Der wesentliche Teil der Umsatzkosten entfällt auf die Produkte ARIS und Cumulocity. Die im Planungszeitraum geplanten Effizienzmaßnahmen und Skaleneffekte entfallen hierbei insbesondere auf Cumulocity.

Entsprechend der Entwicklung der Umsatzerlöse und der Umsatzkosten wird erwartet, dass das **Bruttoergebnis** im Bereich DB ausgehend von 2023 um 49,81 % bzw. EUR 63,0 Mio. auf EUR 189,5 Mio. im Jahr 2028 steigt. Die sich hiernach ergebenden Bruttomargen liegen – trotz steigendem SaaS-Anteil – in allen Jahren über den Bruttomargen der Jahre 2021 und 2023.

Die **Vertriebsaufwendungen** der SAG umfassen im Wesentlichen Personalaufwendungen für Vertriebsmitarbeiter sowie Ausgaben für Marketing. Im Budgetjahr 2024 wurde – trotz Anstiegs der Umsatzerlöse und Gehaltssteigerungen – ein Rückgang der Vertriebsaufwendungen um EUR 1,9 Mio. bzw. 3,1 % angenommen. Auskunftsgemäß resultiert dieser geplante Rückgang insbesondere aus geringeren Verrechnungen für die Unterstützung im Vorvertrieb durch den Geschäftsbereich PS. Für den weiteren Planungszeitraum wird eine weitere Verbesserung der Quote der Vertriebsaufwendungen zu den Umsatzerlösen von 36,4 % im Jahr 2024 auf 31,4 % im Jahr 2028 unterstellt. Insbesondere für Cumulocity wurde im Rahmen der Planung eine deutliche Verbesserung der Vertriebsaufwandsquote angenommen. Wie auch bei den Umsatzkosten entfällt der wesentliche Teil der Vertriebsaufwendungen auf die Produkte ARIS und Cumulocity.

Die **Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen** umfassen insbesondere Personalaufwendungen für Mitarbeiter, die in der Weiterentwicklung, Pflege und Instandhaltung der Produkte tätig sind. Die wesentlichen Anteile der F&E-Aufwendungen entfallen hierbei insbesondere auf die Produkte ARIS und Cumulocity, wobei im Verhältnis zum jeweiligen Produktumsatz Cumulocity die

höchste F&E-Quote aufweist. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich das Produkt in einer vergleichsweise frühen Phase des Produktlebenszyklus befindet und eine höhere Individualität aufweist. Der Anstieg der absoluten F&E-Aufwendungen sowie der F&E-Quote im Verhältnis zu den Umsatzerlösen im Jahr 2024 gegenüber dem Jahr 2023 resultiert auskunftsgemäß aus dem Einbezug zusätzlicher Ressourcen, um die Produkte im Bereich DB weiterzuentwickeln. Im Planungszeitraum wird angenommen, dass diese Kosten deutlich zurückgehen. Die F&E-Quote des Geschäftsbereichs DB soll sich in der Folge von 30,1 % im Jahr 2024 auf 25,9% im Jahr 2028 reduzieren.

Resultierend aus den oben beschriebenen Entwicklungen wird für den Bereich DB erwartet, dass das **Segmentergebnis** ausgehend vom Jahr 2023 um EUR 37,5 Mio. bzw. rd. 159,9 % auf EUR 61,0 Mio. im Jahr 2028 steigen soll. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum des Segmentergebnisses um rd. 21,0 %. Gleichzeitig soll sich die Segmentmarge von 15,6 % auf 27,2 % erhöhen.

In der Gesamtschau erachten wir das geplante Segmentergebnis des Geschäftsbereichs DB unter Beachtung unserer Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Vergangenheit sowie der gegebenen Auskünfte seitens der SAG für plausibel.

## Geschäftsbereich PS

Nachfolgend ist die Planung des Geschäftsbereichs PS bis zum Segmentergebnis dargestellt:

SAG – Geschäftsbereich PS – Umsatzerlöse und Segmentergebnis								
in Mio. EUR	Ist (Pro-Forma, bereinigt)			Budget 2024	Planung			
	2021	2022	2023		2025	2026	2027	2028
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>75,8</b>	<b>79,7</b>	<b>76,7</b>	<b>77,0</b>	<b>77,8</b>	<b>78,5</b>	<b>79,3</b>	<b>80,1</b>
<i>Wachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>5,1%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>0,3%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>
Umsatzkosten & Vertriebsaufwendungen	56,3	64,3	66,3	68,0	68,0	68,0	68,0	67,9
<i>in % von Umsatzerlösen</i>	<i>74,2%</i>	<i>80,6%</i>	<i>86,4%</i>	<i>88,3%</i>	<i>87,4%</i>	<i>86,5%</i>	<i>85,7%</i>	<i>84,8%</i>
<b>Segmentergebnis</b>	<b>19,6</b>	<b>15,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,8</b>	<b>10,6</b>	<b>11,4</b>	<b>12,2</b>
<i>Segmentmarge</i>	<i>25,8%</i>	<i>19,4%</i>	<i>13,6%</i>	<i>11,7%</i>	<i>12,6%</i>	<i>13,5%</i>	<i>14,3%</i>	<i>15,2%</i>

Der **Geschäftsbereich PS** erbringt Implementierungs-, Entwicklungs- und Upgrade-/Migrationsdienstleistungen im Zusammenhang mit dem Produktportfolio der SAG. Der Bereich PS unterstützt mit seinen Dienstleistungen sowohl den Bereich A&N als auch den Bereich DB. Der Geschäftsbereich PS wird zwar als eigenständiger Geschäftsbereich geführt, hat aber im Wesentlichen allein Unterstützungsfunktionen für die beiden Produktbereiche der SAG. Somit ist vorab festzustellen, dass die Markterwartungen für den Bereich IT-Dienstleistungen (vgl. Abschnitt C.II.2.c)) nicht auf die SAG bzw. auf den Geschäftsbereich PS übertragen werden können, da die SAG keine klassische IT-Beratung anbietet.

Ausgehend vom Geschäftsjahr 2023 wird zunächst ein Anstieg der **Umsatzerlöse** um EUR 0,2 Mio. bzw. 0,3 % für das Budgetjahr erwartet. Im weiteren Planungsverlauf ist ein konstantes Wachstum in Höhe von 1,0 % p. a. geplant. Hierbei ist u. a. berücksichtigt, dass der Bereich PS von der zunehmenden Bedeutung der SaaS-Lösungen im Bereich DB nur eingeschränkt profitieren kann, da bei diesen Lösungen i. d. R. weniger Implementierungs-, Entwicklungs- und Upgrade-/Migrationsdienstleistungen benötigt werden.

Für den Geschäftsbereich PS werden die **Umsatzkosten und Vertriebsaufwendungen** aggregiert ausgewiesen. Der für das Jahr 2024 geplante Anstieg der Kostenquote im Verhältnis zu den Umsatzerlösen resultiert auskunftsgemäß insbesondere aus geringeren Verrechnungen entsprechend dem geringeren Leistungsaustausch für die Unterstützung im Vorvertrieb an den Geschäftsbereich DB (siehe Geschäftsbereich DB) sowie aus dem Aufbau von höherqualifiziertem Personal und Einbezug externer Ressourcen. Hintergrund hierzu ist das Bestreben, durch höherwertige Projekte die Kunden aus den Bereichen A&N und DB noch besser zu unterstützen und somit langfristig zu binden. In den weiteren Planungsjahren 2024 bis 2028 wird durch Effizienzgewinne und Kostenoptimierungen ein Rückgang der Kostenquote von 88,3 % auf 84,8 % erwartet.

Resultierend aus den oben beschriebenen Entwicklungen wird für den Bereich PS erwartet, dass das **Segmentergebnis** ausgehend vom Jahr 2023 zunächst um EUR 1,5 Mio. bzw. 13,9 % auf EUR 9,0 Mio. im Jahr 2024 sinkt. Im weiteren Planungsverlauf bis zum Jahr 2028 soll das Segmentergebnis wieder um durchschnittlich 7,8 % p. a. ansteigen. Die Segmentmarge soll nach dem geplanten Rückgang auf rd. 11,7 % im Jahr 2024 bis zum Jahr 2028 auf 15,2 % ansteigen.

In der Gesamtschau erachten wir das geplante Segmentergebnis des Geschäftsbereichs PS insbesondere unter Beachtung unserer Analysen zur Vergangenheit sowie der gegebenen Auskünfte seitens der SAG für plausibel.

### **Erträge und Aufwendungen auf Ebene des Konzerns**

Losgelöst von den einzelnen Segmenten und somit auf Konzernebene wurden sonstige Funktionskosten, Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen, sonstige Erträge und Aufwendungen, sonstige Steuern sowie Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte geplant:

SAG - Erträge und Aufwendungen auf Konzernebene								
in Mio. EUR	Ist (Pro-Forma, bereinigt)			Budget 2024	Planung			
	2021	2022	2023		2025	2026	2027	2028
<b>Segmentergebnisse</b>	<b>194,4</b>	<b>225,3</b>	<b>225,6</b>	<b>225,9</b>	<b>229,4</b>	<b>236,3</b>	<b>248,8</b>	<b>260,9</b>
Sonstige Funktionskosten	126,9	162,5	163,7	147,7	73,6	42,8	38,5	36,6
Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen	152,7	176,1	166,6	175,5	127,5	99,0	103,5	107,3
Sonstige Erträge und Aufwendungen	0,2	2,7	-4,3	-183,5	-61,6	-3,2	-1,4	-
Sonstige Steuern	2,7	1,2	4,3	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	11,7	11,5	6,9	3,8	1,6	1,0	0,8	0,8
<b>Gesamte nicht segmentspezifische Aufw. und Erträge</b>	<b>293,8</b>	<b>348,6</b>	<b>345,7</b>	<b>513,3</b>	<b>267,2</b>	<b>148,9</b>	<b>147,3</b>	<b>147,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>-99,4</b>	<b>-123,3</b>	<b>-120,2</b>	<b>-287,4</b>	<b>-37,8</b>	<b>87,4</b>	<b>101,5</b>	<b>113,0</b>
<i>EBIT-Marge</i>	-23,6%	-25,8%	-25,4%	-59,2%	-7,6%	17,1%	19,0%	20,4%
<b>Aufwandsquoten in % von Umsatzerlösen</b>								
Sonstige Funktionskosten	30,2%	34,0%	34,5%	30,4%	14,8%	8,4%	7,2%	6,6%
Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen	36,3%	36,8%	35,2%	36,1%	25,7%	19,4%	19,4%	19,4%
Sonstige Erträge und Aufwendungen	0,0%	0,6%	-0,9%	-37,8%	-12,4%	-0,6%	-0,3%	0,0%
Sonstige Steuern	0,6%	0,3%	0,9%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	2,8%	2,4%	1,5%	0,8%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%
<b>Gesamte nicht segmentspezifische Aufw. und Erträge</b>	<b>69,9%</b>	<b>72,9%</b>	<b>73,0%</b>	<b>105,7%</b>	<b>53,9%</b>	<b>29,2%</b>	<b>27,6%</b>	<b>26,7%</b>

Die **sonstigen Funktionskosten** betreffen Funktionskosten des Integrationsgeschäfts sowie des Produkts Trendminer, die nicht im Rahmen der Transaktionen übertragen werden. In den Funktionskosten sind neben den spezifischen Funktionskosten der jeweiligen Produkte auch Aufwendungen aus Shared-Service-Funktionen enthalten, die Dienstleistungen nicht nur für die veräußerten Produktbereiche, sondern auch für die weiteren im Konzern verbleibenden Produktbereiche erbracht haben. Grundsätzlich umfassen die Funktionskosten sowohl Umsatzkosten (u. a. Support und Wartung, Hosting) als auch Vertriebs- und F&E-Aufwendungen.

Der Anstieg der sonstigen Funktionskosten im Geschäftsjahr 2022 steht im Zusammenhang mit dem Kauf von StreamSets. Im Planungszeitraum wird ein sukzessiver Abbau der nach dem Verkauf des Integrationsgeschäfts sowie des Produkts Trendminer nicht vollumfänglich erforderlichen sonstigen Funktionskosten auf ein Niveau von EUR 36,6 Mio. im Jahr 2028 geplant. Ein vollständiger Abbau ist nicht vorgesehen, da ein Teil der Shared-Service-Funktionen für die verbleibenden Geschäftsbereiche erforderlich sind. Die Annahme, dass Teile der zuvor von den verkauften Bereichen getragenen Aufwendungen dauerhaft weiterhin erforderlich sind, wurde uns nachvollziehbar begründet.

Die ersten Maßnahmen zur Reduktion der nach dem Verkauf nicht mehr vollumfänglich erforderlichen Funktionskosten sind für die zweite Hälfte des Jahres 2024 vorgesehen, sodass im Jahr 2024 nur geringe Reduktionen der Funktionskosten erwartet werden. Die Restrukturierung soll weitgehend in den Planjahren 2025 und 2026 zu Kostenreduzierungen führen. Anschließend sind noch geringe Rückgänge aufgrund von weiteren Optimierungen geplant.



Die **Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen** betreffen allgemeine Verwaltungsaufwendungen sowie Infrastrukturaufwendungen für IT und Büros für den gesamten SAG-Konzern. Der Verkauf des Integrationsgeschäfts führt nicht zu einer Übertragung von Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen. Bei dem Verkauf des Produkts Trendminer werden in geringem Umfang Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen mit übertragen.

Der Anstieg der Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen im Geschäftsjahr 2022 resultiert unter anderem aus dem Kauf von StreamSets. Ferner wurden in der Vergangenheit die Aufwendungen vor allem aufgrund von allgemeinen Gehaltsteigerungen sowie höheren Aufwendungen für IT-Sicherheit nach dem Schadsoftware-Angriff erhöht. Der leichte Rückgang der Aufwendungen im Geschäftsjahr 2023 trotz der hohen Inflation ergibt sich vor allem aus Kostenoptimierungen im Managementbereich sowie einem Verzicht auf allgemeine Gehaltsteigerungen. Der Anstieg im Budgetjahr 2024 wird hingegen unter anderem mit allgemeinen Gehaltssteigerungen begründet. Ferner werden keine weiteren Erträge aus Auflösungen von Rückstellungen erwartet. In den Planjahren 2025 und 2026 ist eine Restrukturierung mit dem Ziel einer deutlichen Reduktion der Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen auf ein zu den Umsatzerlösen – die nach den Verkäufen deutlich reduziert sind – passendes Niveau vorgesehen. Unter anderem ist eine Reduzierung von Büroflächen (u. a. Verkauf Immobilie Uhlandstr. 9 in Darmstadt), der Verwaltungskapazitäten sowie der Hostingkapazitäten geplant. In den Planjahren 2027 und 2028 wird eine Aufwandsquote auf dem Niveau des Planjahres 2026 erwartet.

Die **sonstigen Erträge und Aufwendungen** stehen insbesondere im Zusammenhang mit dem geplanten Abbau der vorstehend beschriebenen sonstigen Funktionskosten (Restrukturierung) sowie der Verwaltungs- und Infrastrukturaufwendungen, da eine solche Restrukturierung mit Abfindungen und Vertragsstrafen aufgrund vorzeitiger Kündigungen einhergeht. Darüber hinaus sind im Zusammenhang mit den Verkäufen des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer Beratungshonorare sowie Aufwendungen zur Mitarbeiterbindung vorgesehen. Da die Restrukturierungsmaßnahmen in den Planjahren 2026 und 2027 auslaufen, reduzieren sich in diesen Jahren die Aufwendungen deutlich. Vereinfachend hat die SAG hinsichtlich der übrigen Erträge und Aufwendungen angenommen, dass sich diese zukünftig ausgleichen. Diese Annahme erscheint auch aufgrund der geringen Höhe in der Vergangenheit nach Berücksichtigung von Bereinigungen vertretbar.

Die **sonstigen Steuern** umfassen Grunderwerbsteuern, Grundsteuern, Kfz-Steuern, lizenzgebührenbezogene Steuern und sonstige indirekte Steuern. Die Geschäftsjahre 2022 und 2023 sind durch Sondersachverhalte – Berichtigungen im Geschäftsjahr 2022 und Rückstellungsbildung im Geschäftsjahr 2023 – verzerrt, sodass die sonstigen Steuern ab dem Planjahr 2024 annähernd auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2021 erwartet werden. Ausgehend vom Budgetjahr wird einhergehend mit der Geschäftsausweitung ein leichter Anstieg angenommen.

Die **Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte** beziehen sich im Wesentlichen auf im Rahmen von Akquisitionen erworbene Kundenstämme, Software und Markennamen. Es sind keine weiteren Akquisitionen im Planungszeitraum vorgesehen, sodass die Abschreibungen sukzessive entsprechend der Nutzungsdauer auslaufen.

Im Ergebnis wird somit ausgehend von einem bereinigten **EBIT** in Höhe von rd. EUR -120,2 Mio. im Geschäftsjahr 2023 zunächst eine deutliche Verschlechterung im Budgetjahr 2024 auf EUR -287,4 Mio. und anschließend eine positive Entwicklung des EBIT bis auf EUR 113 Mio. im Planjahr 2028 angenommen. Die Entwicklung spiegelt einerseits die Erhöhung des Bruttoergebnisses der Geschäftsbereiche von EUR 377,0 Mio. im Geschäftsjahr 2023 auf EUR 445,7 im Planjahr 2028 – einhergehend mit dem Anstieg der Umsatzerlöse – wider und andererseits den Abbau der nach dem Verkauf des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer bestehenden Überkapazitäten. Im Planjahr 2028 soll eine EBIT-Marge in Höhe von 20,4 % erreicht werden, die nach unseren Analysen innerhalb der Bandbreite von EBIT-Margen vergleichbarer Unternehmen liegt.

Im Hinblick auf die Beurteilung der Planung ist zu beachten, dass die Realisierung der im Abschnitt C.II.2.b) dargestellten Terminkurse, die u. a. eine Aufwertung des Euro gegenüber dem USD erwarten lassen, im Vergleich zu dem in der Planung angenommenen Wechselkurs von konstant 1,08 EUR/USD nach den uns vorliegenden Unterlagen c. p. eher zu einer leichten Reduktion des ausgewiesenen EBITs führen würden.

Wenngleich die Planung aus unserer Sicht vereinzelt sowohl ambitionierte als auch konservative Annahmen enthält, halten wir im Ergebnis das über Produkte bzw. Geschäftsbereiche geplante Konzern-EBIT – insbesondere unter Beachtung der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Vergangenheit, der Analysen zur Planung der SAG sowie der gegebenen Auskünfte von Mitarbeitern der SAG – für plausibel.

#### **b) Modifikationen Bewertungsgutachter und Bilanzplanung**

KPMG hat grundsätzlich das von der SAG geplante, vorstehend dargestellte EBIT ohne Anpassungen übernommen. Abweichend von der ursprünglichen Planung wurden in dieser Planung die von der SAG unter den Ertragsteuern geplanten sonstigen Steuern umgegliedert und sachgerecht als Teil der operativen Kostenbasis berücksichtigt. Zu Bewertungszecken wurden – abweichend von der Darstellung in der vorstehenden Planungsanalyse – die sonstigen Funktionskosten des Budgetjahres 2024 im Rahmen der Sonderwerte berücksichtigt sowie in einem sehr geringen Umfang Bereinigungen im Hinblick auf die Erträge und Aufwendungen der nicht betriebsnotwendigen Immobilien vorgenommen.

KPMG hat das so ermittelte Ergebnis ausgehend von der Bilanz zum 31. Dezember 2023 ohne das Integrationsgeschäft, des Produkts Trendminer sowie die übrigen Sonderwerte unter Berücksichtigung der von der SAG geplanten Investitionen und Abschreibungen sowie der geplanten wesentlichen Posten des Netto-Umlaufvermögens (Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und Vertragsverbindlichkeiten) in eine integrierte Bilanzplanung überführt. Die nicht explizit von der SAG geplanten übrigen Bilanzposten hat KPMG in Abstimmung mit der Gesellschaft vereinfachend fortentwickelt.

Wir haben die der Bewertung zugrundeliegende Bilanzplanung analysiert und halten diese für eine vertretbare Einschätzung. Die nachfolgende Abbildung zeigt die komprimierte Bilanzplanung:

SAG - Bilanzplanung						
in Mio. EUR Jahr	Pro-Forma <sup>(a)</sup> 31.12.2023	Detailplanungsphase				
		31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028
<b>Anlagevermögen</b>	<b>650</b>	<b>648</b>	<b>646</b>	<b>644</b>	<b>644</b>	<b>645</b>
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	221	214	261	286	304	317
Sonstiges Umlaufvermögen	99	101	98	98	100	102
Verzinsliche Aktiva	177	41	41	41	41	41
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>497</b>	<b>356</b>	<b>400</b>	<b>425</b>	<b>446</b>	<b>460</b>
<b>Aktiva</b>	<b>1.147</b>	<b>1.003</b>	<b>1.046</b>	<b>1.069</b>	<b>1.090</b>	<b>1.105</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>389</b>	<b>212</b>	<b>134</b>	<b>177</b>	<b>235</b>	<b>306</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	67	54	34	25	26	26
Vertragsverbindlichkeiten	52	57	57	59	62	66
Sonstige unverzinsliche Verbindlichkeiten	188	174	148	132	137	141
<b>Unverzinsliches Fremdkapital</b>	<b>307</b>	<b>285</b>	<b>239</b>	<b>216</b>	<b>225</b>	<b>233</b>
<b>Verzinsliches Fremdkapital</b>	<b>451</b>	<b>506</b>	<b>674</b>	<b>676</b>	<b>629</b>	<b>566</b>
<b>Passiva</b>	<b>1.147</b>	<b>1.003</b>	<b>1.046</b>	<b>1.069</b>	<b>1.090</b>	<b>1.105</b>

(a) ohne das Integrationsgeschäft und ohne das Produkt Trendminer

Darauf aufbauend hat KPMG das Finanzergebnis sowie die Ertragsteuern neu berechnet.

### c) Finanzergebnis

Ausgehend vom EBIT der Planjahre 2024 bis 2028 hat KPMG das folgende Finanzergebnis berücksichtigt:

SAG - Finanzergebnis					
in Mio. EUR Jahr	Detailplanungsphase				
	2024	2025	2026	2027	2028
<b>EBIT</b>	<b>-139,7</b>	<b>-37,8</b>	<b>87,4</b>	<b>101,5</b>	<b>113,0</b>
Zinserträge	3,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Zinsaufwendungen	-36,9	-38,5	-42,3	-41,3	-39,5
<b>EBT</b>	<b>-172,8</b>	<b>-74,5</b>	<b>46,9</b>	<b>62,0</b>	<b>75,3</b>

Der Großteil der Nettoverschuldung entfällt auf 2 von der Mosel Bidco gewährte Darlehen. Die Zinssätze für die beide Darlehen basieren auf dem 3-Monats-EURIBOR für die erste Tranche in Euro und dem 3-Monats-SOFR für die zweite Tranche in USD jeweils zuzüglich 4,75 %-Punkte Kreditaufschlag.

Hinsichtlich der übrigen Verbindlichkeiten wurden Zinssätze zwischen 3,05 % und 4,0 % angenommen. Für die verzinslichen Aktiva wurden Habenzinssätze zwischen 2,5 % sowie 4,75 % unterstellt.

Im Finanzergebnis wurde ergänzend dazu eine Gebühr für eine Kreditlinie berücksichtigt.

Wir haben die dem Finanzergebnis zugrundeliegenden wesentlichen Annahmen geprüft sowie die konkrete Ableitung in einem eigenen Bewertungsmodell kontrolliert. Wir halten das Vorgehen von KPMG für vertretbar.

#### d) Ertragsteuern

Ausgehend vom EBT der Planjahre 2024 bis 2028 hat KPMG folgende Ertragsteuern berücksichtigt:

SAG - Ertragsteuern					
in Mio. EUR	Detailplanungsphase				
Jahr	2024	2025	2026	2027	2028
<b>EBT</b>	<b>-172,8</b>	<b>-74,5</b>	<b>46,9</b>	<b>62,0</b>	<b>75,3</b>
Ertragsteuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7
<i>Ertragsteuerquote</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,9%</i>
<b>Jahresergebnis</b>	<b>-172,8</b>	<b>-74,5</b>	<b>46,9</b>	<b>62,0</b>	<b>74,6</b>

Die Ertragsteuern im Detailplanungszeitraum wurden vereinfachend unter Berücksichtigung eines Konzernsteuersatzes in Höhe von 25,6 % sowie unter Beachtung der in den ersten Planjahren entstehenden steuerlichen Verlustvorträge abgeleitet. Hierbei wurde nach unserer Beurteilung zum Vorteil der Minderheitsaktionäre auf eine Differenzierung danach verzichtet, bei welcher Gesellschaft konkret die Verluste anfallen und ob in dem entsprechenden Land Einschränkungen hinsichtlich der Nutzung der Verlustvorträge bestehen. Die zum 31. Dezember 2023 bestehenden nutzbaren Verlustvorträge wurden hier nicht berücksichtigt, da diese stattdessen bei der Ableitung der steuerlichen Folgen des Verkaufs des Integrationsgeschäfts eingerechnet wurden (vgl. Abschnitt C.II.7). Bei der Berechnung der Ertragsteuern wurden Unterschiede zwischen dem IFRS-Vorsteuerergebnis der Planung und der Steuerbemessungsgrundlage beachtet.

Wir haben die den Ertragsteuern zugrundeliegenden wesentlichen Annahmen geprüft und halten das Vorgehen von KPMG für vertretbar.

**e) Nachhaltiges Ergebnis**

Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses hat KPMG im Anschluss an die im Planjahr 2028 endende Detailplanungsphase ein Übergangsjahr 2029 ergänzt. Das Übergangsjahr bildet eine Steigerung der Umsatzerlöse um rd. 1,9 % gegenüber dem letzten Planjahr 2028 sowie einen Anstieg der EBIT-Marge von 20,4 % auf 22,8 % ab. Ausgehend vom Übergangsjahr erfolgte eine Fortschreibung mit einer Wachstumsrate von 1,0 % p. a. (vgl. Bewertungsgutachten, S. 102ff.).

Im Ergebnis werden im Jahr 2030, dem ersten Jahr der ewigen Rente, Umsatzerlöse in Höhe von EUR 570,3 Mio. sowie ein EBIT in Höhe von EUR 130,1 Mio. angenommen.

Das Finanzergebnis wurde unter Beachtung der Nettoverschuldung zu Beginn des Übergangsjahrs sowie unter Ansatz eines einheitlichen Habenzinssatzes von 2,5 % und eines einheitlichen Sollzinssatzes von 4,0 % abgeleitet. Der Sollzinssatz setzt sich hierbei aus dem Basiszinssatz in Höhe von 2,5 % sowie einem Kreditrisikozuschlag in Höhe von 1,5%-Punkten zusammen. Dem Kreditrisiko liegt die Annahme einer Bonität von BBB und somit einer deutlichen Bonitätsverbesserung zugrunde.

KPMG hat wie in der Detailplanungsphase auch in der nachhaltigen Phase eine Konzernsteuerquote von 25,6 % angenommen. Es wurden nachhaltig keine Unterschiede zwischen IFRS-Ausweis und Steuerbemessungsgrundlage unterstellt.

Wir haben die Vorgehensweise unter Beachtung der im Rahmen der Angemessenheitsprüfung erhaltenen Informationen sowie der Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld beurteilt.

Im Hinblick auf das nachhaltige Umsatzniveau von EUR 570,3 Mio. ist nach unserer Beurteilung zu beachten, dass zu Beginn der ewigen Rente rd. 45 % der Umsatzerlöse mit Produkten des Geschäftsbereichs A&N erzielt werden, der seit Jahren kein wesentliches Neukundengeschäft aufweist und dessen Umsatzerlöse seit dem Jahr 2010 mit Ausnahme des Jahres 2022 weitgehend rückläufig oder unverändert sind. Aus unserer Sicht ist es vertretbar anzunehmen, dass etwaige Umsatzrückgänge nach 2030 im Geschäftsbereich A&N durch den Geschäftsbereich DB ausgeglichen werden können und somit das geplante Umsatzniveau von EUR 570,3 Mio. ein eingeschwungenes Umsatzniveau abbildet.

Die nachhaltige EBIT-Marge in Höhe von 22,8 % halten wir sowohl unter Beachtung der Vergangenheit der SAG als auch der EBIT-Margen von Vergleichsunternehmen für eine sachgerechte Größenordnung.

Sowohl die nachhaltige Konzernsteuerquote als auch die angesetzten Zinssätze stellen nach unserer Beurteilung vertretbare Annahmen dar. Das angesetzte Kreditrisiko liegt im Bereich von Kreditrisiken von Anleihen mit einem BBB-Rating.

Wir halten im Ergebnis unserer Prüfung das nachhaltig angesetzte Ergebnis von EUR 80,7 Mio. für einen sachgerechten Erwartungswert unter Beachtung der bestehenden Chancen und Risiken des Geschäftsmodells.

#### **f) Wachstumsabschlag**

Das Wachstum der Erträge und Aufwendungen ist in der Unternehmensplanung für die Geschäftsjahre 2024 bis 2028 explizit berücksichtigt. In der vorstehend dargestellten Übergangsphase hat KPMG ebenfalls explizit Annahmen zum Wachstum der einzelnen Posten vorgenommen. In der Phase der ewigen Rente erfolgt die Berücksichtigung des Wachstums finanzmathematisch durch einen Abschlag beim Zinssatz (Wachstumsabschlag).

Für die Bewertung der SAG hat der Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag von 1,00%-Punkten vom Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Das künftige Wachstum der nominalen finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts resultiert neben Preissteigerungen aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage sowie organisch aus Mengen- und Struktureffekten.

Thesaurierungsbedingtes Wachstum wird bewertungstechnisch durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrages aus Thesaurierung unter Abzug des hälftigen Abgeltungsteuersatzes einschließlich Solidaritätszuschlag abgebildet.

Der Bewertungsgutachter leitet – wie unter Abschnitt C.II.4.e) dargestellt – ein nachhaltiges eingeschwungenes Ergebnis für die ewige Rente ab. Ausgehend von diesem nachhaltigen Niveau ist es sachgerecht anzunehmen, dass in der ewigen Rente kein weiteres mengen- und strukturbedingtes Wachstum realisiert wird.

Vor diesem Hintergrund ist im Bewertungsmodell über den Wachstumsabschlag allein das preisbedingte Wachstum der zu kapitalisierenden Ergebnisse abzubilden.

Hinsichtlich des preisbedingten Wachstums bildet die allgemeine Inflationserwartung einen ersten Anhaltspunkt. Für die Europäische Union sowie die USA und damit die wichtigsten Absatzmärkte der SAG wird für 2028 und somit zum Ende des Detailplanungszeitraums eine Inflationsrate von rd. 2,0 % bzw. 2,1 % erwartet.<sup>58</sup>

Hierzu ist zunächst festzustellen, dass die konkreten Preissteigerungen, denen der SAG-Konzern auf der Beschaffungsseite unterliegt, von der allgemeinen Geldentwertungsrate abweichen können. So ist für die SAG nicht der typische Warenkorb relevant, der dem Verbraucherpreisindex zugrunde liegt, sondern insbesondere die Entwicklungen von Lohnkosten und Kosten für Hosting.

Ferner bedeuten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite nicht gleichzeitig auch, dass das zu kapitalisierende Ergebnis in gleicher prozentualer Höhe wächst. Das Wachstum des zu kapitalisierenden Ergebnisses hängt insbesondere von der Möglichkeit des Bewertungsobjektes ab, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite an die Kunden weiterzugeben. Um ein konstantes Ergebnis zu erzielen, muss das Bewertungsobjekt ohne Betrachtung von Effizienzgewinnen die absoluten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite an die Kunden weitergeben. Ein preisbedingtes Wachstum des Ergebnisses wird somit ohne Betrachtung von Effizienzgewinnen nur erzielt, wenn über die absoluten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite hinaus zusätzliche Beträge an die Kunden weitergeben werden können.

Nach unserer Beurteilung ist die SAG nicht vollumfänglich in der Lage, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite auf die Kunden zu überwälzen. Dies resultiert unter anderem daraus, dass die Gesellschaft nur teilweise Verträge mit Preisanpassungsklauseln abgeschlossen hat bzw. abschließt und somit zumindest teilweise eine Preisanpassung erst zeitlich verzögert nach dem Ende der Vertragslaufzeit möglich ist. Ferner besteht bei einigen Produkten und Kunden ein hoher Preis- und Wettbewerbsdruck bei den Vertragsneuabschlüssen. Wenngleich die Gesellschaft in der Vergangenheit die eingeschränkte Möglichkeit Preissteigerungen weiterzugeben teilweise durch Effizienzgewinne ausgleichen konnte, sind diese insbesondere im weit fortgeschrittenen Geschäftsbereich A&N aus unserer Sicht vor allem nachhaltig limitiert.

Der von KPMG angesetzte Wachstumsabschlag von 1,0%-Punkten vom Kapitalisierungszinssatz spiegelt die Annahme einer zwar nicht vollumfänglichen Weitergabe der relativen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite, jedoch eine mehr als vollumfängliche Weitergabe der absoluten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite wider. Um bei Vernachlässigung von Effizienzgewinnen ein Ergebniswachstum von 1,0 % zu erzielen, muss bei einer beispielhaften Preissteigerung auf der Beschaffungsseite von 2,0 % und den Strukturen der SAG der weit überwiegende Teil der relativen Preissteigerung auf die Kunden überwälzt werden.

<sup>58</sup> IMF, World Economic Outlook Database, Oktober 2023.

Im Ergebnis erachten wir den angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0%-Punkten unter Berücksichtigung des Markt- und Wettbewerbsumfelds sowie der spezifischen Situation der SAG für eine vertretbare Einschätzung.

#### **g) Ausschüttungsannahmen**

Nach IDW S 1 i. d. F. 2008 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen. Im Rahmen der zweiten Planungsphase ist grundsätzlich anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

KPMG hat in den Jahren 2024 bis 2028 eine Dividende von jeweils EUR 0,05 je Aktie und somit eine Gesamtausschüttung von EUR 3,7 Mio. p. a. angenommen. Diese Höhe entspricht der Dividende des Jahres 2023 und stellt eine vertretbare Erwartung für die Detailplanungsjahre dar.

Ab dem Übergangsjahr 2029 wurde von der KPMG eine Ausschüttungsquote von 30 % angenommen. Ein solcher Wert liegt leicht unterhalb einer am Kapitalmarkt beobachtbaren Bandbreite üblichen Ausschüttungsquoten des Gesamtmarktes von 40 % bis 60 %. Allerdings weist die von uns betrachtete Peer Group (siehe C.II.5.d)) in der Vergangenheit eine durchschnittliche Ausschüttungsquote im Bereich von 30 % auf. Die Annahme einer geringeren Ausschüttungsquote ist c. p. werterhöhend. Die angenommene Ausschüttungsquote ist nach unserer Beurteilung als vertretbarer Ansatz nicht zu beanstanden.

Soweit für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen, können im Rahmen eines Bewertungskalküls nach IDW S 1 i. d. F. 2008 thesaurierte Beträge den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet werden. Dieser Vorgehensweise liegt die Annahme zugrunde, dass Thesaurierungsbeträge durch das Unternehmen zum Kapitalisierungszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner und vor Unternehmenssteuern verwendet werden („kapitalwertneutrale Wiederanlage“).

Sowohl in der Detailplanungsphase als auch in der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter die thesaurierten Mittel, die nicht zur Finanzierung des Bilanzwachstums erforderlich sind, den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet.



Die wachstumsbedingte Thesaurierung (siehe „Thesaurierung (echt)“ in Abschnitt C.II.4.i)) in der ewigen Rente spiegelt den Finanzbedarf wider, der aus den inflationsbedingt wachsenden Aktiva und Passiva resultiert. Vor dem Hintergrund der Bilanzstruktur der SAG zum Ende des Detailplanungszeitraums führt das nachhaltige Wachstum der bilanziellen Aktiva und Passiva zu einer negativen Wachstumsthesaurierung. Im Ergebnis erhöhen sich hierdurch die zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Mittel.

Wir beurteilen die bei der Bewertung der SAG gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten insgesamt als sachgerecht.

#### **h) Ertragsteuern der Anteilseigner**

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an die Anteilseigner bestimmt, die diese zu ihrer freien Verfügung haben. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens sowie der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner zu ermitteln.

Die Ertragsteuern der Anteilseigner werden im Bewertungsmodell einerseits bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Erträge und andererseits bei der Ermittlung der Alternativanlage – abgebildet über den Kapitalisierungszinssatz – berücksichtigt.

Die Höhe der Steuerbelastung richtet sich nach der Verwendung der erwirtschafteten Beträge. Soweit eine Ausschüttung an die Anteilseigner erfolgt, hat KPMG angenommen, dass die Beträge mit der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag – somit in Höhe von 26,375 % – belastet werden.

Die fiktiv unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge sowie die inflationsbedingten Wertsteigerungen wurden im Bewertungsmodell von KPMG mit einem Steuersatz in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag – mithin 13,1875 % – belastet. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass Anleger Kursgewinne infolge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Wertpapiere unendlich halten werden. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % unterstellt vielmehr eine lange Haltedauer von über 30 Jahren.

Wir beurteilen die Annahme einer langen Haltedauer und somit den Ansatz der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag als nicht nachteilig für die Minderheitsaktionäre. Dieses Vorgehen stellt ferner das übliche Vorgehen in der deutschen Bewertungspraxis bei der objektivierte Bewertung einer Kapitalgesellschaft nach persönlichen Ertragsteuern dar.

Insgesamt erachten wir die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern für sachgerecht.

### i) Ableitung des zu kapitalisierenden Ergebnisses

Unter Berücksichtigung der vorstehenden Prämissen hat KPMG das folgende zu kapitalisierende Ergebnis in den Planjahren 2024 bis 2028, dem Übergangsjahr 2029 sowie der ewigen Rente (Phase II) ab 2030 angesetzt:

SAG - Zu kapitalisierende Ergebnisse							
in Mio. EUR Jahr	Detailplanungsphase					Übergangsjahr 2029	Phase II 2030ff.
	2024	2025	2026	2027	2028		
<b>EBIT</b>	<b>-139,7</b>	<b>-37,8</b>	<b>87,4</b>	<b>101,5</b>	<b>113,0</b>	<b>128,8</b>	<b>130,1</b>
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-28,8%</i>	<i>-7,6%</i>	<i>17,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>20,4%</i>	<i>22,8%</i>	<i>22,8%</i>
Finanzergebnis	-33,1	-36,7	-40,5	-39,5	-37,7	-21,6	-21,6
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>-172,8</b>	<b>-74,5</b>	<b>46,9</b>	<b>62,0</b>	<b>75,3</b>	<b>107,2</b>	<b>108,4</b>
Ertragsteuer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	27,4	27,7
<i>Ertragsteuerquote</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,9%</i>	<i>25,6%</i>	<i>25,6%</i>
<b>Jahresergebnis</b>	<b>-172,8</b>	<b>-74,5</b>	<b>46,9</b>	<b>62,0</b>	<b>74,6</b>	<b>79,8</b>	<b>80,7</b>
Thesaurierung (echt)	-176,5	-78,2	43,2	58,3	70,9	-3,1	-3,1
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>
Ausschüttung	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	23,9	24,2
Persönliche Ertragsteuer auf Ausschüttungen	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	6,3	6,4
Thesaurierung (fiktiv zugerechnet)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	58,9	59,6
Persönliche Ertragsteuer Thesaurierung (fiktiv zugerechnet)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8	7,9
Persönliche Ertragsteuer auf inflationsbedingte Wertsteigerung						1,2	1,2
<b>Zu kapitalisierendes Ergebnis</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>67,6</b>	<b>68,4</b>

## 5. Kapitalisierungszinssatz

### a) Grundlagen

Im Rahmen einer Unternehmensbewertung anhand eines Zukunftserfolgswertverfahrens werden die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Der hierbei zur Anwendung kommende Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage und muss dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko, Besteuerung und Währung äquivalent sein. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind folglich die dem Anteilseigner zufließenden finanziellen Überschüsse mit den Eigenkapitalkosten des Unternehmens zu kapitalisieren.

Zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist von der Annahme auszugehen, dass Marktteilnehmer zukünftige Risiken stärker gewichten als zukünftige Chancen (Risikoaversion). Diese Risikoaversion kann durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (Risikozuschlagsmethode) oder alternativ durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (Sicherheitsäquivalenzmethode) berücksichtigt werden. Beide Methoden sind ineinander überführbar, in der Praxis wird Risikoaversion jedoch nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 88 bis 90).

Den Ausgangspunkt für die Bestimmung der Eigenkapitalkosten der Alternativanlage bildet die beobachtete Rendite einer Anlage in Unternehmensanteile. Dies gilt unabhängig von der Rechtsform des zu bewertenden Unternehmens, da diese Form der Alternativanlage grundsätzlich allen Anteilseignern zur Verfügung steht. Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 114 f.).

Bewertungstechnisch werden in der Bewertungspraxis die erforderlichen Alternativrenditen üblicherweise mit Hilfe des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) aus dem Basiszinssatz ( $r_f$ ) ermittelt, der um einen bewertungsobjektspezifischen Risikozuschlag erhöht wird. Dieser Risikozuschlag setzt sich aus der Marktrisikoprämie (MRP) und dem Betafaktor ( $\beta^v$ ) zusammen.

$$r_{EK} = r_f + MRP \times \beta^v$$

**b) Basiszinssatz**

Der Basiszinssatz soll im CAPM die Rendite einer Anlage widerspiegeln, die keine Unsicherheit hinsichtlich der Währung, des Zeitpunkts und der Höhe der Zins- und Tilgungszahlungen aufweist.

Eine solche Anlage existiert in der Realität indes nicht, sodass sich die Bemessung des Basiszinssatzes nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der üblichen Hand orientiert.

Bei der Ableitung der Rendite einer quasi-risikolosen Alternativenanlage ist die Laufzeitaquivalenz zu den finanziellen überschuss des Bewertungsobjektes zu beachten. Nach Ansicht des FAUB gewährleisten die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten Zerobond-Zinssätze die Einhaltung der Laufzeitaquivalenz.<sup>59</sup>

Der FAUB empfiehlt, aus Objektivierungsgrunden auf die verublichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückzugreifen.<sup>60</sup> Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden. Um kurzfristige Marktschwankungen sowie mögliche Schätzfehler insbesondere im Bereich der langfristigen Zinssätze zu glätten, wird vom FAUB empfohlen, im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung eine Durchschnittsbildung über 3 Monate vorzunehmen.

Die Bundesbank ermittelt die Zinsstrukturkurve für eine Laufzeit von bis zu 30 Jahren. Wenngleich sich die Zerobond-Zinssätze rechnerisch auf Grundlage der Daten der Bundesbank für darüber hinausgehende Laufzeiten ermitteln ließen, wird dies vom FAUB nicht empfohlen.<sup>61</sup> Da Deutschland üblicherweise Bundesanleihen mit einer Laufzeit von bis zu 30 Jahren emittiert, würden diese Renditen nicht auf empirischen Daten beruhen. Für die anschließende unendliche Periode wird vom FAUB empfohlen, eine flache Zinsstrukturkurve in Höhe des ermittelten Zerobond-Zinssatzes mit einer Laufzeit von 30 Jahren anzunehmen.

<sup>59</sup> Vgl. Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2.

<sup>60</sup> Vgl. hier und im Folgenden Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2; hinsichtlich der Zinsstrukturdaten Deutsche Bundesbank, Parameter (Monats- und Tageswerte), abrufbar [https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www\\_skms\\_it03c](https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_skms_it03c).

<sup>61</sup> Vgl. Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2.

In der Bewertungspraxis wird in der Regel vereinfachend aus der Zinsstrukturkurve ein für alle Perioden einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet. Hierbei wird grundsätzlich eine Rundung des einheitlichen Basiszinssatzes auf ¼-Prozentpunkte empfohlen. Im Rahmen des Niedrigzinsumfeldes empfahl der FAUB, bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Zinssatz von weniger als 1,0 % eine Rundung auf lediglich 1/10-Prozentpunkte vorzunehmen.<sup>62</sup>

Der Bewertungsgutachter ermittelt auf die vorstehend beschriebene Weise mit Daten bis zum 8. April 2024 einen gerundeten Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,50 % sowie einen daraus abgeleiteten einheitlichen Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 1,84 %.

Wir haben den angesetzten Basiszinssatz durch eigene Berechnungen entsprechend den Empfehlungen des FAUB auf Grundlage der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank geprüft.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

In den aktuellen Empfehlungen des FAUB wird zur Ableitung eines einheitlichen Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve ein typisierter, durchgängig konstanter Ertragsstrom unterstellt.<sup>63</sup>

Für einen Dreimonatszeitraum vom 13. Februar 2024 bis zum 12. April 2024, also unmittelbar vor Abschluss unserer Prüfungstätigkeit, ergibt sich nach unseren Berechnungen nach der zuvor beschriebenen Methodik bei Annahme eines konstanten Ertragsstroms sowie unter Beachtung der berufsständischen Rundungsregeln auf ¼-Prozentpunkte ein einheitlicher Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 2,50 %. Unter Abzug der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag ergibt sich ein daraus abgeleiteter einheitlicher Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 1,84 %.

Die hier dargestellte Empfehlung des FAUB zur Ableitung des Basiszinssatzes wird grundsätzlich seit Jahren in der Bewertungspraxis umgesetzt und nach unserer Kenntnis auch regelmäßig bei der Ermittlung von Barabfindungen angewendet.

Hinsichtlich der Ermittlung der Zinssätze aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank wird auf die sogenannte Svensson-Methode<sup>64</sup> zurückgegriffen. Im Rahmen der Prüfung haben wir

<sup>62</sup> Vgl. Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2.

<sup>63</sup> Vgl. Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i. d. F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i. d. F. 2008), Frage 4.2.

<sup>64</sup> Vgl. Svensson, Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, 1994.

die sich ergebenden Zinssätze stichprobenhaft mit tatsächlichen Renditen von deutschen Staatsanleihen verglichen und keine Anhaltspunkte für eine unplausible Datengrundlage erhalten.

Im Ergebnis beurteilen wir den bei der Bewertung der SAG angesetzten einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,50 % sowie den daraus abgeleiteten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 1,84 % für sachgerecht.

Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung sind die aktuellen Zinskonditionen erneut zu ermitteln, um zu prüfen, ob sich aufgrund einer zwischen Abgabe des Prüfungsberichts und dem Tag der Hauptversammlung eingetretenen Zinsänderung eine geänderte Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung ergibt.

### **c) Marktrisikoprämie**

Die Marktrisikoprämie kennzeichnet die erwartete Renditedifferenz zwischen einer Anlage in ein Marktportfolio risikobehafteter Anlagen und einer risikolosen Anlage.

Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen und eine höhere Rendite erwarten. So haben eine Vielzahl von Kapitalmarktuntersuchungen gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in der Regel höhere Renditen erzielt haben als Investitionen in Anleihen der öffentlichen Hand.

Im Schrifttum und in der Bewertungspraxis ist seit Jahren umstritten, welche Kapitalmarktuntersuchungen eine geeignete Grundlage für die Ableitung einer im Rahmen von Unternehmensbewertungen unter Anwendung des CAPM zu berücksichtigenden Marktrisikoprämie darstellen.<sup>65</sup> Die zu bestimmende zukünftige Marktrisikoprämie stellt damit infolge der Uneinheitlichkeit in Bezug auf die Erhebung der Vergangenheitsdaten und der Unsicherheit bezüglich der Fortschreibbarkeit der ermittelten Werte in der Zukunft stets eine Schätzgröße dar.

Der FAUB gibt seit Jahren Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie ab und hat am 22. Oktober 2019 aufgrund von veränderten Kapitalmarktbedingungen die bis dahin gültige Empfehlung aus September 2012 angepasst. Nach Ansicht des FAUB liegt bei vorsichtiger Gesamtwürdigung aller Analysen die nominale Gesamtrendite des Marktes in einer Bandbreite von 7,0 % bis 9,0 %. Unter zusätzlicher Berücksichtigung der Entwicklung des Zins- und Inflationsniveaus wird seit Ok-

<sup>65</sup> Vgl. WP Handbuch Bd. II, 2014, A Tz. 358 f. m. w. N.

tober 2019 eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,0 % bis 8,0 % sowie eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,0 % bis 6,5 % empfohlen. Damit hat sich der FAUB nach eigener Darstellung tendenziell am unteren Ende damals beobachtbarer Gesamtrenditen orientiert und möchte damit der Möglichkeit Rechnung tragen, dass diese im Zeitverlauf leicht nachgeben könnten.<sup>66</sup> Die Empfehlung aus Oktober 2019 wird regelmäßig vom FAUB überprüft, jedoch weiterhin unter den aktuellen Kapitalmarktbedingungen für sachgerecht erachtet.

Der **Bewertungsgutachter** hat mit Verweis auf die Empfehlung des FAUB sowie auf eigene Analysen eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe des Mittelwertes der vom FAUB aktuell empfohlenen Bandbreite in Höhe von 5,75 % angesetzt.

### **Eigene Analysen von FALK zur Beurteilung der angesetzten Marktrisikoprämie**

Wir haben die vom Bewertungsgutachter mit 5,75 % angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern durch **eigene Berechnungen** zu tatsächlich erzielten und implizit erwarteten Marktrenditen in der Vergangenheit unter Heranziehung der deutschen Indizes Composite DAX (CDAX) und DAX plausibilisiert.

Die grundlegende Problematik der Analysen zur Marktrisikoprämie liegt – abgesehen von eher technischen Fragestellungen zur konkreten Berechnung – zum einen darin, dass die Marktrisikoprämie als Differenz von Marktrendite und risikolosem Zins nur indirekt, d. h. über die Parameter Marktrendite und risikoloser Zins, ableitbar ist und am Markt nicht unmittelbar gemessen bzw. beobachtet werden kann. Zum anderen ist für Zwecke der Unternehmensbewertung nicht die aus historischen Daten ableitbare Marktrisikoprämie relevant. Vielmehr ist die künftig erwartete Marktrisikoprämie maßgeblich.

Dennoch haben wir zunächst untersucht, welche (realen) Renditen der CDAX, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten deutschen Aktien enthält und somit als Surrogat für einen Marktindex geeignet ist, in der Vergangenheit erzielt hat.<sup>67</sup> Im Rahmen dieser Analyse haben wir die beobachtbaren nominalen Renditen des CDAX anhand des Verbraucherpreisindex für Deutschland<sup>68</sup> in reale Renditen umgerechnet. Durch die Betrachtung von realen Renditen wird eine zum Bewertungsstichtag gegenüber der Vergangenheit abweichende Inflation ausgeblendet.

<sup>66</sup> Vgl. Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 25.10.2019, abrufbar unter <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

<sup>67</sup> Deutsche Bundesbank; S&P Capital IQ.

<sup>68</sup> Statistisches Bundesamt, Verbraucherpreisindex für Deutschland.

Hinsichtlich eines geeigneten Beobachtungszeitraums ist zu beachten, dass das Basisdatum des CDAX der 30. Dezember 1987 ist,<sup>69</sup> sodass ab diesem Zeitpunkt keine ermessenbehafteten Rückberechnungen erforderlich sind und Daten unter anderem auf Monatsbasis vorliegen. Zur Reduktion von Abhängigkeiten vom konkreten Anfangs- bzw. Endzeitpunkt (z. B. aufgrund von kurzfristigen Schwankungen der Börsenindizes) haben wir auf verschiedene Anfangs- bzw. Endjahre und innerhalb der Jahre auch auf einzelne Monate abgestellt.

Auf Grundlage dieser Analysen zu den realisierten realen Renditen unter Ansatz des Mittelwertes der geometrischen und der arithmetischen Renditen<sup>70</sup> ergeben sich für den CDAX bei langfristiger Betrachtung überwiegend **reale** Renditen von rd. 6,5 % bis rd. 7,5 %. Im Rahmen einer plausibilisierenden Analyse ab dem Jahr 1954 ergaben sich vergleichbare Ergebnisse.

Unter Beachtung von lange zu beobachtenden langfristigen Inflationserwartungen in Deutschland zwischen rd. 1,0 % und rd. 2,0 % ergäben sich ausgehend von den vorstehend genannten realen Marktrenditen nominale Marktrenditen (Gesamtrenditen) von rd. 7,5 % bis rd. 9,5 %. Diese Größenordnung liegt leicht oberhalb der vom FAUB genannten Bandbreite für die Gesamtrendite.

Aufgrund einer zum Bewertungsstichtag gegenüber der jüngeren Vergangenheit erhöhten mittelfristigen bzw. langfristigen Inflationserwartung in Deutschland von rd. 2,0 % bzw. rd. 2,2 % erscheint zum vorliegenden Bewertungsstichtag eine Orientierung am oberen Bereich der Bandbreite sachgerecht.<sup>71</sup>

In einer weiteren Analyse haben wir die **impliziten realen und nominalen Marktrenditen** des DAX und somit die implizit in den Aktienkursen enthaltenen Renditen für den Zeitraum September 2005 bis Dezember 2023 monatlich analysiert. Zur Ableitung von impliziten Renditen werden Bewertungsmodelle zum Kapitalisierungszinssatz umgestellt, sodass die gesuchte Größe nicht der Unternehmenswert, sondern der in das Modell einfließende Kapitalisierungszinssatz ist. Dieser spiegelt bei Betrachtung aller in einem Marktindex enthaltenen Unternehmen die **implizite Marktrendite** wider. Für diese Betrachtung müssen die Unternehmenswerte und die finanziellen Überschüsse der Unternehmen bekannt sein. Diese Informationen werden üblicherweise aus der Marktkapitalisierung der Unternehmen an der Börse und aus den Analysteneinschätzungen zu künftigen finanziellen Überschüssen der Unternehmen abgeleitet.

<sup>69</sup> Deutsche Börse AG, Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse AG, Mai 2018, S. 15.

<sup>70</sup> Vgl. hierzu IDW, Bewertung und Transaktionsberatung, Abschnitt A, Tz. 386.

<sup>71</sup> Die langfristigen Inflationserwartungen ergeben sich aus eigenen Berechnungen zu inflationsgeschützten und nicht-inflationsgeschützten deutschen Staatsanleihen. Hinsichtlich der mittelfristigen Inflationserwartung wird auf Abschnitt C.II.2.b) verwiesen.

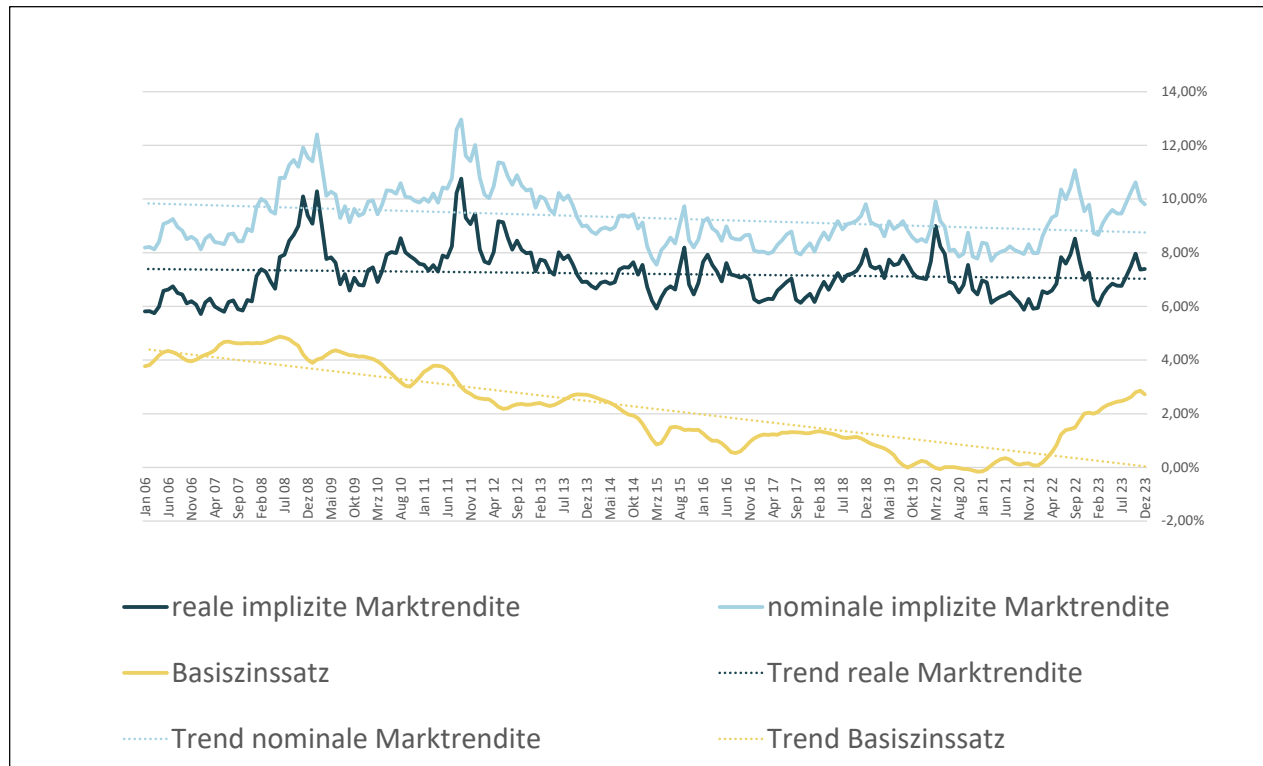


Basis unserer Analysen waren daher insbesondere die Marktkapitalisierung der DAX-Unternehmen sowie Einschätzungen der Analysten zu künftigen Jahresüberschüssen dieser Unternehmen (sog. „Konsensus-Schätzungen“) zu den einzelnen Betrachtungszeitpunkten. Die relevanten Daten haben wir von dem Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ bezogen. Unter Berücksichtigung weiterer Annahmen, insbesondere zu Wachstum, Thesaurierungen und Inflationserwartungen, haben wir hieraus jeweils die Rendite ermittelt, die den Börsenkursen der DAX-Unternehmen und somit dem DAX als Marktindex implizit zugrunde lag.

Die impliziten Markttrenditen sind aufgrund der beschriebenen Vorgehensweise zukunftsgerichtet.

Im Durchschnitt (Median) über den betrachteten Zeitraum betrugen die so ermittelten impliziten realen bzw. nominalen Markttrenditen rd. 7,1 % bzw. rd. 9,1 %. Die implizite reale Markttrendite bestätigt damit die dargestellte historische reale Markttrendite.

Zum Ende des Jahres 2023 haben wir eine reale Markttrendite in Höhe von rd. 7,4 % und eine nominale Markttrendite von rd. 9,8 % ermittelt und somit Werte leicht oberhalb des Durchschnitts (Median) der Vergangenheit.



Die vorstehende Abbildung zeigt die durchschnittlichen impliziten realen und nominalen Markttrenditen des DAX der Jahre 2006 bis 2023 im Vergleich zum durchschnittlichen Basiszinssatz in den gleichen Jahren. Während sich der Basiszinssatz ausgehend vom Jahr 2009 bis zum Jahr 2021 um rd. 4 %-Punkte verringert hat, verblieben die zukunftsgerichteten impliziten, realen Markttrenditen des DAX – mit Ausnahme von Anstiegen aufgrund von extremen Ereignissen (Finanzmarktkrise, COVID-19-Pandemie und Beginn des Ukrainekriegs) – auf einem weitgehend konstanten Niveau zwischen rd. 6 % und rd. 8 %. Im Jahr 2022 ist der Basiszinssatz infolge des Inflationsanstiegs und der anschließenden Leitzinserhöhungen der EZB um rd. 2,0%-Punkte gestiegen. Die realen Markttrenditen bewegen sich unabhängig davon sowohl im Durchschnitt des Jahres 2023 als auch am Ende des Jahres 2023 annähernd auf dem Niveau des langjährigen Durchschnitts.

Wir halten es vor diesem Hintergrund für vertretbar, auch zukünftig von nachhaltig weitgehend konstanten realen Markttrenditeerwartungen auf dem Niveau der Vergangenheit auszugehen.

Unter Berücksichtigung von aktuellen, langfristigen Inflationserwartungen in Deutschland von rd. 2,2 % ist somit die Annahme einer künftigen nominalen Markttrendite oberhalb von rd. 9,0 % zum Bewertungsstichtag nach unseren Analysen gut begründbar.

Eine solche nominale Markttrendite lässt sich nicht unmittelbar mit der angesetzten Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 5,75 % vergleichen. Daher haben wir ergänzend untersucht, welche Markttrendite vor persönlichen Ertragsteuern einer solchen Marktrisikoprämie zugrunde liegt. Bei einer nominalen Markttrendite vor persönlichen Ertragsteuern von 9,31 % ergibt sich bei Annahme einer Markt-Ausschüttungsquote in der ewigen Rente in Höhe von 40 %, unter Berücksichtigung des aktuell gültigen Abgeltungsteuersystems<sup>72</sup> sowie des angesetzten einheitlichen Basiszinssatzes vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,50 %, eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 5,75 %, wie die nachfolgende Tabelle zeigt:

Erwartete Marktrisikoprämie	
1. Erwartete nominale Markttrendite vor persönlichen Ertragsteuern	9,31%
2. Persönliche Ertragsteuern (18,46%)	1,72%
<b>3. Erwartete nominale Markttrendite nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>7,59%</b>
4. Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern	2,50%
5. Persönliche Ertragsteuern (26,375%)	0,66%
<b>6. Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>1,84%</b>
<b>7. Erwartete Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern (=3.-6.)</b>	<b>5,75%</b>

<sup>72</sup> Es wurde unterstellt, dass die Markttrendite zu 40 % als Dividende ausgekehrt wird und insoweit der Abgeltungsteuer in Höhe von 26,375 % (inkl. SolZ) unterliegt und zu 60 % als Kursgewinn dem hälftigen Abgeltungsteuersatz in Höhe von 13,1875 % unterliegt. Der durchschnittliche Ertragsteuersatz auf die Markttrendite beträgt daher 18,46 %.

Eine nominale Marktrendite in Höhe von 9,31 % liegt am oberen Ende der von uns aufgezeigten Bandbreite. Unter Beachtung der aktuell noch – im Vergleich zur Situation vor dem Beginn des Ukraine-Kriegs im Februar 2022 – erhöhten langfristigen Inflationserwartungen kann eine solche nominale Marktrendite sowie die angesetzte **Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 5,75 %** trotz des erhöhten Basiszinssatzes als **vertretbarer Schätzer** beurteilt werden.

#### **d) Betafaktor**

Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist entsprechend dem CAPM im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des Bewertungsobjektes anzupassen. Die individuelle Risikohöhe ermittelt sich grundsätzlich aus der Korrelation der Rendite des Bewertungsobjektes zur Rendite des Marktportfolios (z. B. CDAX, S&P 500, MSCI World) und wird im sog. Betafaktor ausgedrückt. Der Betafaktor ist damit Ausdruck des systematischen Risikos einer Anlage.

Bei einem am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktor von 1 entspricht das systematische Unternehmensrisiko dem Risiko des Marktportfolios, bei einem Wert kleiner 1 ist das Unternehmensrisiko geringer und bei einem Wert größer 1 ist es höher als das Risiko des Marktportfolios.

Die auf Grundlage von Kapitalmarktdaten erhobenen Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Unternehmens. In der Bewertungspraxis ist es üblich, zunächst einen sog. unverschuldeten Betafaktor abzuleiten, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens widerspiegelt (sog. Unlevern). Der Einfluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann in einem zweiten Schritt unter Berücksichtigung der individuellen Verschuldungssituation des Bewertungsobjektes berücksichtigt (sog. Relevern).

Bei der Bewertung der SAG hat der Bewertungsgutachter KPMG auf Grundlage einer Gesamtschau aus den unverschuldeten Betafaktoren der SAG bis zum 31. März 2023 sowie den unverschuldeten Betafaktoren einer Peer Group zum 31. Dezember 2023 einen unverschuldeten Betafaktor von 0,80 zugrunde gelegt (vgl. hierzu Bewertungsgutachten, S. 109 bis 123).

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

#### **Betafaktor der SAG oder einer Peer Group**

Ziel der Ermittlung von Betafaktoren im Rahmen des CAPM ist es, die künftigen systematischen Risiken des Bewertungsobjektes und somit die den künftigen finanziellen Überschüssen des Bewertungsobjektes zugrundeliegenden systematischen Risiken zu prognostizieren.

Bei börsennotierten Bewertungsobjekten besteht grundsätzlich die Möglichkeit, den Betafaktor anhand der eigenen Aktienkursentwicklung abzuleiten. Im vorliegenden Bewertungsfall wurden die Aktien der SAG bis zum Delisting (23. Februar 2024) unter anderem im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt, sodass es grundsätzlich möglich ist, Betafaktoren für die SAG abzuleiten.

Wie zuvor dargestellt, ist es im Rahmen der Unternehmensbewertung indes erforderlich, dass der Betafaktor die systematischen Risiken widerspiegelt, die den künftigen finanziellen Überschüssen zugrunde liegen. Durch die Ankündigung des freiwilligen, öffentlichen Übernahmeangebots der Mosel Bidco vom 21. April 2023 hat nach unserer Ansicht indes eine Abkoppelung des Aktienkurses der SAG von der operativen Entwicklung der Gesellschaft stattgefunden, sodass ein daraus abgeleiteter Betafaktor nicht mehr die systematischen Risiken des Geschäftsmodells widerspiegelt. Daher wäre es nach unserer Ansicht nicht sachgerecht, im Rahmen der Bewertung einen Betafaktor anzusetzen, der die Kursentwicklungen der SAG ab dem 21. April 2023 berücksichtigt.

Somit ist zunächst festzustellen, dass der Bewertungsgutachter KPMG sachgerecht den unternehmenseigenen Betafaktor der SAG grundsätzlich bis zu einem Stichtag (31. März 2023) kurz vor dem Übernahmeangebot betrachtet hat.

Hierdurch reduziert sich jedoch die Stichtagsnähe und erhöht sich damit einhergehend die Gefahr einer fehlenden Berücksichtigung von Veränderungen im Markt oder bei dem Unternehmen selbst bis zum Bewertungsstichtag. Auf Grundlage unserer Analysen kommen wir jedoch zu dem Ergebnis, dass sich die Marktrisiken sowohl insgesamt als auch bezogen auf die Geschäftsbereiche der SAG in dem Jahr seit dem 31. März 2023 nicht so stark verändert haben, dass eine Ableitung der systematischen Risiken anhand von Betafaktoren zum 31. März 2023 unvertretbar wäre.

Im Hinblick auf die SAG selbst ist indes zu beachten, dass die der Bewertung zugrundeliegende Unternehmensplanung das Integrationsgeschäft (d. h. die Produkte webMethods und StreamSets) sowie das Produkt Trendminer nicht enthält, für die auf Grund der kommunizierten Veräußerungen Sonderwerte (vgl. Abschnitt C.II.7) berücksichtigt werden. Hierdurch ist die Vergleichbarkeit der in der Planung enthaltenen Geschäftsaktivitäten mit denjenigen der SAG zum 31. März 2023 eingeschränkt. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die Geschäftsaktivitäten StreamSets erst im Jahr 2022 erworben wurden und somit je nach Länge des Beobachtungszeitraums der Einfluss auf den Betafaktor vergleichsweise gering ist. Bei Trendminer handelt es sich unseres Erachtens um ein kleines und damit hinsichtlich der Risiken weniger bedeutsames Produkt. Die Geschäftsaktivitäten von webMethods gehören schon sehr lange zur SAG, sodass sich der Einfluss auf den Betafaktor nur stark eingeschränkt analysieren lässt.

Insbesondere aus den vorstehenden Gründen erscheint die Plausibilisierung des unverschuldeten Betafaktors der SAG anhand einer Peer Group sinnvoll.

## **Ableitung Peer Group**

Bei der Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist zu prüfen, welcher Grad an Vergleichbarkeit zwischen dem Bewertungsobjekt und den Peer-Group-Unternehmen erzielt werden kann. Dabei kann zwischen folgenden 3 Stufen der Vergleichbarkeit (in der Realität fließende Übergänge) unterschieden werden:

- Vergleichbarkeitsniveau I: Direkte Wettbewerber, die im Idealfall hinsichtlich des Geschäftsmodells, der Größe, der Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie der Produkte (u. a. Segmente, Diversifizierung, Qualität) weitestgehend identisch sind.
- Vergleichbarkeitsniveau II: Unternehmen, die in der gleichen Branche tätig (ähnliche Produkte und Beschaffungsmärkte) und dementsprechend grundsätzlich vergleichbaren Risiken hinsichtlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds ausgesetzt sind.
- Vergleichbarkeitsniveau III: Unternehmen mit ähnlichen Risikotreibern, insbesondere in Form von ähnlichen Beschaffungsmärkten und ähnlichen konjunkturellen Abhängigkeiten.

Wir haben unabhängig von den Ergebnissen der KPMG eine eigenständige Peer-Group-Recherche unter Verwendung von S&P Capital IQ durchgeführt. Hierbei haben wir grundsätzlich börsennotierte Unternehmen identifiziert, die Umsatzerlöse insbesondere in Europa oder Nordamerika erzielen und primär einer der folgenden Industrien zugeordnet werden:

- Software
- Software and Service
- Application Hosting Services
- Internet Services and Infrastructure
- Application Software
- Enterprise Software
- Systems Software
- Development Tools

Ferner haben wir lediglich Unternehmen betrachtet, die im letzten Geschäftsjahr einen Umsatz von über EUR 100 Mio. erzielt haben.

Um die Anzahl der Unternehmen zu begrenzen, haben wir ergänzend dazu ausschließlich Unternehmen betrachtet, in deren Geschäftsbeschreibung Begriffe wie Digital Business, Database, IoT, Process Mining, Automation, Analytic, Optimization oder Transformation genannt werden.

Die verbleibenden über 100 Unternehmen haben wir uns individuell im Hinblick auf die Vergleichbarkeit zu den einzelnen nach der Veräußerung verbleibenden Geschäftsbereichen der SAG sowie einer ausreichenden Aktienliquidität (vgl. hierzu nachfolgend Belastbarkeit historischer Betafaktoren) untersucht.

Im Rahmen dieser Recherche konnten wir kein börsennotiertes Unternehmen mit einem ausreichend liquiden Aktienhandel identifizieren, das ein zur SAG unmittelbar vergleichbares Geschäftsmodell aufweist und damit vollumfänglich dem Vergleichbarkeitsniveau I zuzuordnen ist. Dies resultiert vor allem auch aus den Besonderheiten des Geschäftsbereichs A&N sowie der Restrukturierungssituation, der die SAG nach dem Verkauf des Integrationsgeschäfts sowie des Produkts Trendminer unterliegt.

Dennoch konnten Unternehmen identifiziert werden, die zu einzelnen Produkten der SAG im Wettbewerb stehen. Die von uns in der Peer Group berücksichtigten 5 Unternehmen sind global tätige Anbieter von Unternehmenssoftware, die branchenübergreifend Lösungen für Datenmanagement bieten und zur Optimierung von Geschäftsprozessen beitragen. Wenngleich unsere nachfolgend dargestellte Peer Group keine vollständige Vergleichbarkeit aufweist, weisen die nachfolgend dargestellten Unternehmen nach unserer Beurteilung in der Gesamtheit eine ausreichende Vergleichbarkeit auf, um anhand der Unternehmen die systematischen operativen Risiken des Bewertungsobjektes abzuschätzen.

Peer Group - Unternehmensbeschreibung			
Nr.	Unternehmen	Sitzland	Geschäftsmodell
1	Axway Software SA	USA	Axway Software SA ist ein Unternehmen, das sich auf Softwareentwicklung spezialisiert hat. Ihr Kernprodukt, AMPLIFY, ist eine cloudfähige Plattform für Datenintegration und Kundenengagement. Mit AMPLIFY können Unternehmen ihre Kundenerfahrung optimieren und Netzwerke verwalten. Axway bietet außerdem Lösungen für API-Management, Managed File Transfer (MFT) und Financial Accounting Hub. Diese Produkte unterstützen Unternehmen sowie öffentliche Einrichtungen dabei, ihre Geschäftsprozesse zu modernisieren.
2	Informatica Inc.	USA	Informatica Inc. ist ein Unternehmen, welches auf die Entwicklung von Softwarelösungen für Enterprise Cloud Data Management und Datenintegration spezialisiert ist. Informatica bietet eine breite Palette von Produkten und Lösungen an, die Unternehmen dabei unterstützen, ihre Daten effizient zu verwalten und zu optimieren. Zu den Hauptprodukten von Informatica zählen die intelligente Cloud (IDMC) oder auch das Data Management System (MDM).
3	Progress Software Corporation	USA	Progress Software Corporation ist ein amerikanisches Unternehmen, welches sich auf die Entwicklung und Bereitstellung von Geschäftsanwendungen spezialisiert hat. Progress bietet eine breite Palette von Produkten und Lösungen an, die Unternehmen dabei unterstützen, ihre Anwendungen zu beschleunigen, Prozesse zu automatisieren, Konfigurationen sicher zu verwalten und kritische Daten sicherer zu machen.
4	SAP SE	Deutschland	SAP ist ein weltweit führendes Unternehmen im Bereich Unternehmenssoftware und Software-bezogene Dienstleistungen. Die Geschäftstätigkeit von SAP umfasst die Entwicklung und den Vertrieb von Softwarelösungen, die Unternehmen aller Größen und Branchen dabei unterstützen, ihre Geschäftsprozesse zu optimieren und effizienter zu gestalten. Zu den Hauptprodukten von SAP zählen ERP-Systeme (Enterprise Resource Planning), Cloud-Lösungen, Plattformen für Datenmanagement und Analytik sowie branchenspezifische Anwendungen.
5	Teradata Corporation	USA	Teradata ist ein weltweit tätiger Spezialist für Datenanalyse und Datenbankmanagement, der fortschrittliche Datenplattformen und analytische Lösungen anbietet. Die Produktpalette umfasst Datenbanken, Analysewerkzeuge und Beratungsdienste, die auf die Handhabung großer Datensätze und komplexe Analysen ausgerichtet sind. Teradata unterstützt eine vielfältige Kundenbasis in unterschiedlichen Branchen (u. a. Finanzen und Einzelhandel), indem es den Unternehmen hilft, datengestützte Entscheidungen zu treffen und ihre operative Effizienz zu steigern.

### Ermittlung historischer Raw-Betafaktoren

Die historischen Betafaktoren von börsennotierten Unternehmen hängen von der Wahl des Referenzindex, des Beobachtungszeitraums und des Renditeintervalls ab.

Durch den **Referenzindex** soll das in der Theorie des CAPM unterstellte Marktportfolio näherungsweise abgebildet werden. Das Marktportfolio besteht modelltheoretisch aus allen weltweit vorhandenen riskanten Anlagemöglichkeiten, die mit ihrem Anteil am Marktwert des gesamten Portfolios gewichtet sind. Da dieses nicht beobachtbar ist, wird in der Praxis der Unternehmensbewertung auf einen möglichst breiten Aktienindex abgestellt.

Hinsichtlich der Eignung unterschiedlicher Indizes besteht in Theorie und Bewertungspraxis keine Einigkeit. So werden die Betafaktoren von europäischen Unternehmen in der Bewertungspraxis im Allgemeinen auf Grundlage von lokalen, europäischen oder weltweiten Indizes ermittelt. Das Abstellen auf einen weltweiten Index hat den Vorteil, dass dieser relativ breit und damit einem Marktportfolio im theoretischen Sinne angenähert ist. Problematisch ist nach unserer Einschätzung hinsichtlich der Verwendung von weltweiten Indizes die notwendige Währungsumrechnung und die damit einhergehende Vermischung von Risikoeffekten. Ferner ist hinsichtlich der Wahl des Referenzindex eine Konsistenz zur Marktrisikoprämie zu beachten, die in Deutschland tendenziell auf

Grundlage von lokalen Indizes abgeschätzt wird. Durch die Bezugnahme auf einen möglichst breiten Landesindex wird regionalen Schwankungen entsprochen, Verzerrungen aus Wechselkursverwerfungen zwischen der Aktiennotierung und dem Index werden vermieden und es besteht nach unserer Einschätzung eine hohe Konsistenz zur angesetzten Marktrisikoprämie.

Als Vergleichsindex haben wir daher grundsätzlich auf breite lokale Indizes (z. B. CDAX in Deutschland) abgestellt und zu Plausibilitätszwecken noch einen weltweiten Index (MSCI-World-Index) betrachtet.

Grundsätzlich ist aus statistischer Sicht für Zwecke der Regression (Ableitung des Betafaktors) ein möglichst hoher Stichprobenumfang – eine hohe Anzahl an Renditepaaren – zu befürworten. Dementsprechend sind für die Berechnung des Betafaktors zunächst grundsätzlich längere Schätzperioden bzw. **Beobachtungszeiträume** vorzugswürdig.

Indes ist die Länge des Beobachtungszeitraums auch im Hinblick auf die zur Verfügung stehenden Kapitalmarktdaten und die Prognosegüte der historischen Kapitalmarktdaten für den Betafaktor zu beurteilen. Bei längeren Betrachtungszeiträumen ist insbesondere zu hinterfragen, inwieweit die Renditen weit zurückliegender Zeiträume auch für die Zukunftsprognose des Betafaktors bzw. der künftigen systematischen Risiken des Bewertungsobjekts geeignet sind. Ferner besteht bei längeren Beobachtungszeiträumen eine größere Gefahr von Verzerrungen durch nicht-operative Aspekte (z. B. Übernahmespekulationen).

Bei der Schätzung des Betafaktors anhand von Kapitalmarktdaten ist darüber hinaus **die Intervallbildung** der Renditepaare (Periodizität) festzulegen. Grundsätzlich kommen monatliche, wöchentliche und tägliche Renditeintervalle in Betracht. Renditeintervall und Länge des Beobachtungszeitraums sollten hierbei nicht unabhängig voneinander festgelegt werden, da beide Parameter in Kombination den Stichprobenumfang definieren.

In der Praxis ist keine einheitliche Vorgehensweise in Bezug auf die Bestimmung von Renditeintervallen festzustellen. Betrachtungen von monatlichen Renditen über einen Zeitraum von 5 Jahren sowie wöchentliche Renditen über einen Zeitraum von 1 bis 5 Jahren sind in der Bewertungspraxis regelmäßig beobachtbar.

Bei monatlichen Intervallen ergeben sich nur bei sehr langen Beobachtungszeiträumen ausreichend viele Datenpunkte. Aufgrund schwankender Börsenumsätze und möglicher Sondereinflüsse wird insbesondere bei weniger liquiden Aktien von der Verwendung täglicher Renditen abgeraten.



Wir haben grundsätzlich die Betafaktoren für Beobachtungszeiträume von 2 bis 5 Jahren mit wöchentlichem Renditeintervall sowie von 5 Jahren mit monatlichem Renditeintervall genauer analysiert. Ferner haben wir die Betafaktoren nicht nur zum Bewertungsstichtag, sondern auch im Zeitablauf betrachtet. Hierbei haben wir auch geprüft, ob bei wöchentlicher Betrachtung die Wahl des Wochentags einen signifikanten Einfluss auf die Höhe des Betafaktors hat.

Nach unserer Einschätzung sind insbesondere wöchentliche Renditeintervalle gut geeignet, jedoch besteht keine generelle, stets gültige Vorzugswürdigkeit von bestimmten Beobachtungszeiträumen und Renditeintervallen. Daher erachten wir die Schätzung des Betafaktors auf Grundlage einer umfangreichen Analyse verschiedener Zeiträume, Renditeintervalle und Entwicklungen für sachgerecht.

### **Belastbarkeit historischer Betafaktoren**

In der Praxis werden vielfach statistische Filterkriterien zur Beurteilung der Belastbarkeit von Betafaktoren herangezogen. Dabei wird häufig auf das Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) und den t-Test abgestellt.

Das Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) drückt den Anteil der durch die Marktrendite erklärten Streuung an der Gesamtstreuung der Aktienrenditen aus. Bei einem Bestimmtheitsmaß von Null würde ein Unternehmen somit keine systematischen Risiken aufweisen. Sowohl niedrige als auch hohe Anteile der systematischen Risiken an den Gesamtrisiken einer Aktie sind mit dem CAPM vereinbar. Die Höhe des  $R^2$  ist damit aus theoretischer Sicht kein überzeugendes Kriterium für die Beurteilung der Belastbarkeit von Betafaktoren.

Im Rahmen des t-Tests wird der ermittelte Betafaktor daraufhin geprüft, ob dieser signifikant von null verschieden ist. Ein Betafaktor in Höhe von null bzw. nahe null würde den t-Test daher „nicht bestehen“; ein Betafaktor von null würde bedeuten, dass das systematische Risiko der Aktie null beträgt und die Aktienrendite ausschließlich durch unsystematische Risiken erklärt würde. Ein systematisches Risiko von null und damit ein Betafaktor von null ist aber sowohl mit dem Marktmodell und dessen empirischer Umsetzung über eine Regressionsanalyse als auch mit dem CAPM vereinbar. Der t-Test ist damit analog zum Bestimmtheitsmaß aus theoretischer Sicht kein überzeugendes Kriterium für die Beurteilung der Belastbarkeit von Betafaktoren.

Die oben genannten statistischen Filterkriterien können daher bei der Beurteilung der Belastbarkeit von Betafaktoren nicht überzeugen.

Ein statistisches Maß zur Einschätzung der Güte stellt der Standardfehler des Betafaktors dar oder auch das aus diesem abgeleitete Konfidenzintervall. Das Konfidenzintervall gibt den Bereich an, in dem sich der „wahre“ Betafaktor mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit befindet und misst somit die Verlässlichkeit. Wenngleich das Konfidenzintervall die Verlässlichkeit verdeutlicht, fehlt es bei diesem Maß an trennscharfen Grenzen, die anzeigen, wann die Verlässlichkeit zu gering ist.

Für die Beurteilung der Belastbarkeit der verwendeten Betafaktoren wird daher, wie in der Bewertungspraxis üblich, insbesondere auf die Liquidität des Handels der Aktien der relevanten Unternehmen abgestellt.

Mit der Messung der Liquidität von Aktien kann ein Urteil über die Markteffizienz und somit die Belastbarkeit der Marktdaten getroffen werden. Nur wenn eine sachlich und zeitlich unverzerrte Anpassung der Aktienkurse und somit auch der Aktienrenditen an (neue) ökonomische Rahmenbedingungen erfolgt, ist gewährleistet, dass der Zusammenhang zwischen den Schwankungen des Kurses der Aktie und den Schwankungen des Marktes zutreffend widergespiegelt wird.

In der Praxis besteht bisher kein eindeutiges Messkonzept für die Liquiditätsbeurteilung. Bei unseren Analysen haben wir unter anderem auf die nach unserer Auffassung aussagekräftigen Kriterien Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread), Handelstage und Handelsvolumen abgestellt.

Die Liquidität der Aktie der SAG stellt sich hiernach in dem Fünfjahreszeitraum bis zum 31. März 2023 wie folgt dar:<sup>73</sup>

SAG - Liquidität					
Liquiditätskriterium	01.04.2022	01.04.2021	01.04.2020	01.04.2019	01.04.2018
	bis 31.03.2023	bis 31.03.2022	bis 31.03.2021	bis 31.03.2020	bis 31.03.2019
Handelstage	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Geld-Brief-Spanne (Mittelwert)	0,28%	0,23%	0,17%	0,17%	0,11%
Ø Handelsumsatz pro Tag (in EUR)	2.807.337	5.111.332	6.964.677	6.775.431	8.931.979

Nach unserer Beurteilung sind der tägliche Handel und die verhältnismäßig niedrige relative Geld-Brief-Spanne Indizien für einen ausreichend liquiden Aktienhandel im Betrachtungszeitraum. Die Möglichkeit einer effizienten Informationsverarbeitung ist vor allem auch aufgrund der Publizitätspflichten des regulierten Marktes gegeben.

<sup>73</sup> Eigene Berechnung unter Rückgriff auf Daten von S&P Capital IQ.

Zur Geld-Brief-Spanne stellt das OLG Frankfurt am Main im Beschluss vom 26. Januar 2017 fest, dass „unabhängig davon, dass es keine festen Werte hinsichtlich der einzelnen Indikatoren gibt, bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld-Brief-Spanne erhebliche Bedenken an der Liquidität der Aktie“ bestehen. Nach Ansicht des Landgerichts München liegt die Obergrenze für den relativen Bid-Ask-Spread im Hinblick auf die Liquidität einer Aktie sogar bei 1,25 %. Oberhalb dieser Grenze würde der Kurs des Unternehmens zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch den hohen Bid-Ask-Spread zu hoch seien.

Die Aktie der SAG erfüllt diesbezüglich die engere Grenze des Landgerichts München.

Für die Vergleichsunternehmen haben wir ebenfalls eine Liquiditätsanalyse durchgeführt und sind hierbei zu dem Ergebnis gekommen, dass alle Vergleichsunternehmen – mit Ausnahme von Axway Software SA und Informatica Inc. – in dem fünfjährigen Beobachtungszeitraum vor dem Bewertungsstichtag einen ausreichend liquiden Aktienhandel aufweisen. Die Aktien von Infomatica Inc. werden nach unserer Auffassung lediglich in dem zweijährigen und die Aktien von Axway Software SA in dem dreijährigen Zeitraum vor dem Bewertungsstichtag ausreichend liquide gehandelt.

Die Prognose von künftigen Betafaktoren erfolgt grundsätzlich auf Basis von historischen Kapitalmarktdaten. Für eine belastbare Prognose sind die dem Ermittlungszeitraum des Betafaktors inhärenten Kursdaten unter anderem im Hinblick auf Sondereinflüsse (insbesondere nicht operative Aspekte) zu beurteilen.

Vor diesem Hintergrund wurden die Vergleichsunternehmen einer Börsenkursanalyse unterzogen, mit dem Ergebnis, dass keine wesentlichen Anzeichen dafür ersichtlich sind, dass die historischen Betafaktoren der Vergleichsunternehmen aufgrund von nicht operativen Sondereinflüssen wesentlich verzerrt sind.

### **Anpassung historischer Betafaktoren**

In der Bewertungspraxis werden teilweise Verfahren zur Anpassung der am Kapitalmarkt beobachtbaren Raw-Betafaktoren verwendet. KPMG hat ein solches Anpassungsverfahren angewendet und daher vorrangig sogenannte Adjusted-Betafaktoren analysiert. Konkret hat KPMG den am Kapitalmarkt beobachtbaren Raw-Betafaktor mit  $\frac{2}{3}$  multipliziert und auf das Produkt einen Betrag von  $\frac{1}{3}$  addiert. Hierdurch soll abgebildet werden, dass laut Studien verschuldete Betafaktoren langfristig eine Tendenz zu eins haben. Bei Unternehmen mit einem verschuldeten Betafaktor von unter eins, erhöht sich durch diese Anpassung c. p. der Betafaktor. Im umgekehrten Fall reduziert sich der Betafaktor. KPMG hat zusätzlich auch Raw-Betafaktoren im Rahmen einer Gesamtschau berücksichtigt.

Sowohl in der Wissenschaft als auch in der Bewertungspraxis besteht keine einheitliche Einschätzung zur Verwendung von Anpassungsverfahren und von Adjusted-Betafaktoren. Nach unserer Einschätzung wird in der deutschen Bewertungspraxis überwiegend auf eine solche Anpassung verzichtet.

Im Grundsatz geht die Korrektur bei Adjusted-Betafaktoren auf Blume<sup>74</sup> zurück, der in seiner Untersuchung verschuldete Betafaktoren betrachtet hat. Aufgrund der Betrachtung von verschuldeten Betafaktoren kann die von Blume festgestellte Tendenz zu eins sowohl aus veränderten operativen Risiken als auch aus Finanzierungsrisiken resultieren. Da die Finanzierungsrisiken durch das Un- und Relevern indes bereits an künftige Entwicklungen angepasst werden, würde die zusätzliche Anpassung zu Fehlern führen, soweit die festgestellte Tendenz zu eins aus veränderten Finanzierungsrisiken resultiert. Nach unserer Einschätzung ist eine solche Anpassung daher zu pauschal und würdigt den Einzelfall des Geschäftsmodells zu wenig.

Im Ergebnis haben wir keine Betrachtung von Adjusted-Betafaktoren vorgenommen.

Wenngleich die Verwendung von Adjusted-Betafaktoren aus unserer Sicht nicht das vorzugswürdige Vorgehen darstellt, kann es aufgrund der Uneinheitlichkeit in der Bewertungspraxis jedoch nicht als unvertretbar bezeichnet werden.

### **Ermittlung von unverschuldeten Betafaktoren**

Die auf Basis von Kapitalmarktdaten abgeleiteten verschuldeten Betafaktoren spiegeln sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken des Betrachtungsobjekts wider.

Um die individuellen, bewertungsobjektspezifischen Finanzierungsrisiken berücksichtigen zu können, sind die am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktoren zunächst um die im Beobachtungszeitraum vorliegenden Finanzierungsrisiken zu bereinigen (sog. Unlevern).

Zur Ableitung von unverschuldeten Betafaktoren ( $\beta_u$ ) aus verschuldeten Betafaktoren ( $\beta_v$ ) wird in der Bewertungstheorie und -praxis auf Anpassungsformeln zurückgegriffen. In der vorliegenden Bewertung wurde von KPMG die folgende auf Harris/Pringle<sup>75</sup> zurückgehende Formel verwandt.

$$\beta_u = \frac{\beta_v + \beta_{FK} \cdot \frac{FK}{EK}}{1 + \frac{FK}{EK}}$$

<sup>74</sup> Blume, Betas and Their Regression Tendencies, Journal of Finance 1975, S. 785-795; Blume, On the Assessment of Risk, Journal of Finance 1971, S. 1.

<sup>75</sup> Vgl. Harris/Pringle, Risk-Adjusted Discount Rates – Extensions from the Average-Risk Case, The Journal of Financial Research 1985, S. 237-244.

Die von KPMG verwendete Formel ist eine in der Bewertungspraxis regelmäßig verwendete Anpassungsformel, bei der unterstellt wird, dass die Steuervorteile aus der Fremdfinanzierung eine Unsicherheit entsprechend den operativen Risiken aufweisen (unsichere Steuervorteile). Die Anpassungsformel ermöglicht eine explizite Berücksichtigung der Unsicherheit des Fremdkapitals (Debt Beta). Wir halten die Anwendung der Formel im vorliegenden Bewertungsfall für sachgerecht.

In die vorstehende Formel fließen das Eigen- und Fremdkapital zu Marktwerten ein. Entsprechend dem üblichen Vorgehen in der Bewertungspraxis wurde von uns vereinfachend für den Marktwert des Eigenkapitals (EK) die Marktkapitalisierung und für den Marktwert des Fremdkapitals (FK) der Buchwert des Nettofremdkapitals der Vergleichsunternehmen angesetzt. Der sich aus den beiden Kapitalgrößen ergebende Verschuldungsgrad wurde als Durchschnittswert über den jeweiligen Beobachtungszeitraum ermittelt.

Das in der Formel enthaltene sog. Debt Beta ( $\beta_{FK}$ ), das das Risiko der Fremdkapitalgeber widerspiegelt, wurde von uns aus der Rendite von Unternehmensanleihen abgeleitet, die eine zu den Vergleichsunternehmen äquivalente Bonitätseinschätzung aufweisen.

Die folgende Übersicht zeigt die Ermittlung der unverschuldeten Betafaktoren der SAG auf Grundlage vom CDAX sowie eines weltweiten Index zum 31. März 2023:<sup>76</sup>

SAG - Unverschuldeter Betafaktor											
Unternehmen	Sitzland	2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
		lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
Software AG	Deutschland	0,77	0,50	0,68	0,62	0,80	0,89	0,81	0,88	0,80	0,66

Im Rahmen der Analysen haben wir einen sogenannten Wochentageffekt festgestellt. Das heißt, dass die auf Grundlage von wöchentlichen Renditeintervallen ermittelten Betafaktoren c. p. abhängig von dem gewählten Wochentag sind. Nachfolgend sind daher auch die unverschuldeten Betafaktoren auf Basis des Durchschnitts der Wochentage auf Grundlage vom CDAX sowie eines weltweiten Index dargestellt:<sup>77</sup>

<sup>76</sup> Eigene Berechnung unter Rückgriff auf Daten von S&P Capital IQ. Hinsichtlich der verschuldeten Betafaktoren sowie der Verschuldungsgrade der SAG wird auf Anlage 3 verwiesen.

<sup>77</sup> Eigene Berechnung unter Rückgriff auf Daten von S&P Capital IQ. Hinsichtlich der verschuldeten Betafaktoren wird auf Anlage 3 verwiesen.

SAG - Unverschuldeter Betafaktor (Wochendurchschnitt)											
Unternehmen	Sitzland	2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
		lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
Software AG	Deutschland	0,81	0,70	0,86	0,68	0,87	0,89	0,84	0,89	0,80	0,66

Die über den Wochendurchschnitt ermittelten Betafaktoren liegen im Durchschnitt oberhalb der Betafaktoren, die sich bei ausschließlicher Berücksichtigung der Freitagsrenditen (vorherige Tabelle) ergeben. Die durch Regression gegen den CDAX ermittelten lokalen Betafaktoren weisen nach unseren Analysen einen deutlich geringeren Standardfehler des Betafaktors und somit eine höhere statistische Verlässlichkeit auf. Insgesamt ist hinsichtlich der Betafaktoren bei lokaler Betrachtung eine sehr geringe Bandbreite von 0,80 bis 0,87 mit einem Mittelwert von 0,84 festzustellen. Hingegen ist bei der Regression gegen den MSCI-World-Index die Bandbreite mit 0,66 bis 0,89 deutlich breiter und der Mittelwert mit 0,76 leicht geringer.

Den unverschuldeten Betafaktor der SAG haben wir – aus den einleitend dargestellten Gründen – anhand der Betafaktoren einer Peer Group plausibilisiert.

Die folgende Übersicht zeigt die Ermittlung der unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group auf Grundlage von lokalen Indizes sowie eines weltweiten Index zum 31. März 2024:<sup>78</sup>

Peer Group - Unverschuldeter Betafaktor												
Nr.	Unternehmen	Sitzland	2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
			lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
1	Axway Software SA	USA	0,32	0,44	0,36	0,67						
2	Informatica Inc.	USA	1,08	1,21								
3	Progress Software Corporation	USA	0,67	0,78	0,70	0,82	0,79	0,92	0,76	0,89	0,81	1,02
4	SAP SE	Deutschland	0,94	0,81	0,89	0,77	1,00	1,03	0,96	1,03	0,97	1,01
5	Teradata Corporation	USA	0,85	1,04	1,03	1,03	1,12	1,28	0,91	1,00	0,89	0,95
	<b>Arithmetisches Mittel</b>		<b>0,77</b>	<b>0,86</b>	<b>0,74</b>	<b>0,82</b>	<b>0,97</b>	<b>1,08</b>	<b>0,88</b>	<b>0,98</b>	<b>0,89</b>	<b>1,00</b>
	Minimum		0,32	0,44	0,36	0,67	0,79	0,92	0,76	0,89	0,81	0,95
	Maximum		1,08	1,21	1,03	1,03	1,12	1,28	0,96	1,03	0,97	1,02
	<b>Median</b>		<b>0,85</b>	<b>0,81</b>	<b>0,79</b>	<b>0,79</b>	<b>1,00</b>	<b>1,03</b>	<b>0,91</b>	<b>1,00</b>	<b>0,89</b>	<b>1,01</b>

Zusammengefasst ergibt sich – abgeleitet aus den jeweiligen Jahresdurchschnittswerten vorstehender Datentabelle – eine Bandbreite möglicher Betafaktoren beim arithmetischen Mittelwert zwischen 0,75 und 1,08 sowie beim Median zwischen 0,80 und 1,03. Der Mittelwert bzw. der Median aller dargestellten Betafaktoren beträgt 0,88 bzw. 0,91. Bei Betrachtung ausschließlich der lokalen Betafaktoren beträgt der Mittelwert bzw. der Median 0,84 bzw. 0,89.

Die unverschuldeten Betafaktoren auf Basis des Durchschnitts der Wochentage liegen im Durchschnitt nur geringfügig oberhalb der vorstehenden Werte.

<sup>78</sup> Eigene Berechnung unter Rückgriff auf Daten von S&P Capital IQ. Hinsichtlich der verschuldeten Betafaktoren sowie der Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen wird auf Anlage 3 verwiesen.

Somit ist festzustellen, dass die von uns betrachtete Peer Group im Durchschnitt vergleichbare systematische Risiken wie die SAG aufweist. Hieraus ergeben sich somit keine Anhaltspunkte dafür, dass der Betafaktor der SAG ein Jahr vor dem Bewertungsstichtag ungeeignet ist, die operativen systematischen Risiken der SAG abzuschätzen.

Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung erachten wir im Ergebnis den von KPMG angesetzten unverschuldeten Betafaktor von 0,8 für eine vertretbare Einschätzung.

Bei der Würdigung des Betafaktors ist ferner zu beachten, dass sich der Risikozuschlag als Produkt aus der Marktrisikoprämie und dem verschuldeten Betafaktor ergibt und somit die beiden Parameter gemeinsam zu würdigen sind. Die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % stellt nach unserer Einschätzung, wie in Abschnitt C.II.5.c) erläutert, einen vertretbaren Schätzer dar. Somit ergeben sich auch im Rahmen einer Gesamtbetrachtung im Hinblick auf den Risikozuschlag keine Anhaltspunkte für eine Unvertretbarkeit.

Ausgehend von dem unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,80 ermittelt KPMG unter Beachtung der künftigen, periodenindividuellen Finanzierungsrisiken der SAG periodenindividuelle verschuldete Betafaktoren.

Hierbei hat KPMG vereinfachend unterstellt, dass die Differenz zwischen den beim Bewertungsobjekt angesetzten Fremdkapitalzinsen und dem Basiszinssatz vollständig auf systematische Risiken zurückzuführen ist. Nach unserer Ansicht wäre es auch vertretbar gewesen anzunehmen, dass lediglich ein Teil des Risikoaufschlags auf systematische Risiken zurückzuführen ist. Hierdurch würde sich c. p. ein geringeres Debt Beta und damit einhergehend ein höherer verschuldeter Betafaktor ergeben. Ein höherer verschuldeter Betafaktor würde c. p. zu einem höheren Kapitalisierungszinssatz und damit geringeren Unternehmenswert führen. Die vereinfachende Annahme ist somit nach unserer Ansicht nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre.

### e) Angesetzter Kapitalisierungszinssatz

Die bei der Bewertung der SAG durch den Bewertungsgutachter angesetzten Kapitalisierungszinssätze ergeben sich somit wie folgt:

SAG - Kapitalkosten							
Jahr	Detailplanungsphase					Übergangsjahr 2029	Phase II 2030ff.
	2024	2025	2026	2027	2028		
Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönlicher Ertragsteuersatz	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%
<b>Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,84%</b>
<b>Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,75%</b>
Unverschuldeter Betafaktor	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Verschuldungsgrad	0,42	0,68	0,86	0,80	0,69	0,58	0,58
Marktwert des Eigenkapitals nach pers. Ertragsteuern (Periodenbeginn, in Mio. EUR)	656	689	734	790	850	913	922
Netto-Fremdkapital (Periodenbeginn, in Mio. EUR)	274	465	632	635	588	525	530
Debt Beta	1,20	0,68	0,49	0,47	0,49	0,21	0,20
<b>Verschuldeter Betafaktor</b>	<b>0,63</b>	<b>0,88</b>	<b>1,07</b>	<b>1,07</b>	<b>1,02</b>	<b>1,14</b>	<b>1,14</b>
<b>Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern</b>	<b>5,47%</b>	<b>6,92%</b>	<b>7,98%</b>	<b>7,98%</b>	<b>7,68%</b>	<b>8,40%</b>	<b>8,42%</b>
Wachstumsabschlag							1,00%
<b>Eigenkapitalkosten nach persönlichen Ertragsteuern und Wachstumsabschlag</b>	<b>5,47%</b>	<b>6,92%</b>	<b>7,98%</b>	<b>7,98%</b>	<b>7,68%</b>	<b>8,40%</b>	<b>7,42%</b>

Einen solchen Kapitalisierungszinssatz erachten wir vor dem Hintergrund der in Abschnitt C.II.5.c) dargestellten Gesamtmarktrendite und der diversifizierten Kundenstruktur und damit einhergehenden geringen Abhängigkeit von einzelnen Branchen in Verbindung mit den teilweise längeren Vertragslaufzeiten unter Beachtung des hohen Fixkostenanteils für eine nachvollziehbare Größenordnung.

Im Ergebnis erachten wir daher den von KPMG angesetzten Kapitalisierungszinssatz insgesamt für vertretbar.

Wir weisen darauf hin, dass sich im Rahmen der Aktualisierungsprüfung zur Hauptversammlung der SAG am 24. Mai 2024 die Notwendigkeit einer Aktualisierung der Kapitalisierungszinssätze ergeben kann.



## 6. Ertragswert SAG

Auf Basis der in Abschnitt C.II.4.i) dieses Berichts dargestellten Nettoausschüttungen an die Anteilseigner sowie der in Abschnitt C.II.5.e) dargestellten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen wurde der Ertragswert von der SAG vom Bewertungsgutachter wie folgt ermittelt:

SAG - Ableitung Ertragswert								
in Mio. EUR	Detailplanungsphase					Übergangsjahr	Phase II	
Jahr	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030ff.	
Zu kapitalisierendes Ergebnis	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	67,6	68,4	
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	5,47%	6,92%	7,98%	7,98%	7,68%	8,40%	7,42%	
Barwertfaktor	0,95	0,89	0,82	0,76	0,71	0,65	8,78	
Barwert der jeweiligen Periode	2,6	2,4	2,2	2,1	1,9	44,0	600,5	
Barwerte jeweils zum 31.12. des Vorjahres	655,7	688,9	733,9	789,8	850,1	912,7	921,8	
<b>Ertragswert zum 31. Dezember 2023</b>	<b>655,7</b>							
Aufzinsungsfaktor		1,02						
<b>Ertragswert zum 24. Mai 2024</b>	<b>669,7</b>							

Wir haben die Ertragswertermittlung von KPMG anhand eines eigenen Modells rechnerisch nachvollzogen und kommen bei den vorstehend dargestellten Annahmen zu einem identischen Ertragswert für die SAG.

## 7. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswertes der SAG von KPMG auch Sonderwerte sowie nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt.

Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen werden solche Vermögenswerte definiert, die frei veräußert werden können, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird. Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens zum Ertragswert werden die nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile und die dazugehörigen Schulden sowie gegebenenfalls anfallende Ertragsteuern unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung gesondert bewertet und in den Gesamtwert einbezogen.

Im Rahmen der Bewertung der SAG wurden folgende Sachverhalte von der KPMG als Sonderwerte berücksichtigt:

- Veräußerung des Integrationsgeschäfts
- Veräußerung des Produkts Trendminer
- Nicht in der Konzernplanung enthaltene Minderheitsbeteiligungen
- Nicht betriebsnotwendige Immobilien sowie Investment Property

Konkret wurden die vorstehenden Sachverhalte mit folgenden Beträgen im Rahmen der Bewertung der SAG berücksichtigt:

SAG - Sonderwerte Übersicht	
in Mio. EUR	24. Mai 2024
<b>Netto-Verkaufserlös aus der Veräußerung des Integrationsgeschäfts</b>	<b>1.795,6</b>
Basiskaufpreis	2.129,0
Kaufpreisanpassungen	-62,2
Erwartete steuerliche Folgen auf Ebene der SAG	-248,7
Nettoeinnahmen bis zum Abschluss der Transaktion	-22,4
<b>Netto-Verkaufserlös aus der Veräußerung des Produkts Trendminer</b>	<b>44,2</b>
Basiskaufpreis	47,0
Nettoeinnahmen bis zum Abschluss der Transaktion	-2,8
<b>Minderheitsbeteiligungen</b>	<b>1,1</b>
<b>Nicht betriebsnotwendige Immobilien und Investment Property</b>	<b>15,2</b>
<b>Summe Sonderwerte</b>	<b>1.856,1</b>

Die SAG hat am 18. Dezember die **Veräußerung des Integrationsgeschäfts** – bestehend aus den Produkten webMethods und StreamSets – an IBM bekannt gegeben. Der Vollzug der Transaktion wird, vorbehaltlich des Eintritts üblicher Closing-Bedingungen einschließlich behördlicher Genehmigungen, oder des Verzichts auf deren Eintritt, zum Ende des zweiten Quartals 2024 erwartet. Der Transaktionspreis ist im Kaufvertrag zwischen der SAG und IBM festgelegt und berücksichtigt neben dem Basiskaufpreis in Höhe von EUR 2.129 Mio. verschiedene übliche Kaufpreisanpassungen. Diese betreffen insbesondere das tatsächlich übertragene Netto-Umlaufvermögen, die tatsächlich übertragene Netto-Verschuldung, die tatsächlich übertragenen liquiden Mittel und auch Transaktionsgebühren.

Konkret wurde aufgrund der aktuellen Erwartungen der SAG zu den Kaufpreisanpassungen und damit in Verbindung stehenden Aspekten im Rahmen der Bewertung eine negative Anpassung von EUR 62,2 Mio. berücksichtigt.

Ergänzend hierzu reduzieren sich die Netto-Verkaufserlöse um EUR 248,7 Mio. aufgrund von aktuell erwarteten steuerlichen Folgen auf Ebene der SAG aus der Aufdeckung stiller Reserven. Bei der Ableitung dieser steuerlichen Folgen wurden die zum 31. Dezember 2023 bestehenden, nutzbaren steuerlichen Verlustvorträge der SAG und ihrer Tochtergesellschaften berücksichtigt. Auf eine Abbildung von steuerlichen Folgen auf Ebene der Anteilseigner wurde – nach unserer Beurteilung zum Vorteil der Minderheitsaktionäre – verzichtet.

KPMG hat ferner unter dem Sonderwert „Veräußerung des Integrationsgeschäfts“ die laufenden Nettoeinnahmen des Integrationsgeschäfts im Jahr 2024 bis zum erwarteten Abschluss der Transaktion zum Ende des zweiten Quartals sowie die bei der SAG auch nach der Transaktion verbleibenden sonstigen Funktionskosten bis zum Ende des Jahres 2024 berücksichtigt. Die sonstigen Funktionskosten wurden für das gesamte Jahr betrachtet, da diese auch nach der Transaktion von der SAG getragen werden. Ab dem Planjahr 2025 wurden diese Aufwendungen bewertungstechnisch im Ertragswert abgebildet. Insbesondere da die Einnahmen nur das erste Halbjahr und Teile der Aufwendungen das gesamte Jahr 2024 betreffen, resultiert im Jahr 2024 aus dem Integrationsgeschäft nach Berücksichtigung von Unternehmenssteuern ein negativer Wertbeitrag von EUR -22,4 Mio.

Der sich ergebende Netto-Verkaufserlös wurde zugunsten der Minderheitsaktionäre nicht auf den 24. Mai 2024 abgezinst.

Hiernach hat KPMG einen Netto-Verkaufserlös in Höhe von EUR 1.795,6 Mio. als Sonderwert „Veräußerung des Integrationsgeschäfts“ zum 24. Mai 2024 ermittelt. Wir haben die Abzugsposten ausgehend vom Basiskaufpreis sowohl dem Grunde als auch der Höhe nach nachvollzogen. Insbesondere unter Beachtung des Verzichts auf Abzinsung sowie der Berücksichtigung von steuerlichen Folgen auf der Ebene der Anteilseigner halten wir den angesetzten Wert im Ergebnis für vertretbar.

Die SAG hat mit Vertrag vom 18. März 2024 das **Produkt Trendminer** verkauft. Der Vollzug der Transaktion wird im Rahmen der Bewertung zum Ende des zweiten Quartals 2024, ebenfalls vorbehaltlich des Eintritts üblicher Closing-Bedingungen einschließlich behördlicher Genehmigungen, oder des Verzichts auf deren Eintritt, erwartet. Der Transaktionspreis ist im Kaufvertrag festgelegt und berücksichtigt neben dem Basiskaufpreis in Höhe von EUR 47 Mio. verschiedene übliche Kaufpreisanpassungen. KPMG hat hierbei angenommen, dass es weder zu positiven noch zu negativen Kaufpreisanpassungen kommt. Ferner wurde vereinfachend angenommen, dass keine Unternehmenssteuern aus der Transaktion anfallen.

Unter dem Sonderwert „Veräußerung des Produkts Trendminer“ wurden ergänzend hierzu die laufenden Nettoeinnahmen des Produkts Trendminer im Jahr 2024 bis zum erwarteten Abschluss der Transaktion zum Ende des zweiten Quartals sowie die bei der SAG auch nach der Transaktion verbleibenden sonstigen Funktionskosten bis zum Ende des Jahres 2024 berücksichtigt. Wie auch beim Integrationsgeschäft wurden diese Aufwendungen ab dem Planjahr 2025 bewertungstechnisch im Ertragswert abgebildet. Nach Berücksichtigung von Unternehmenssteuern ergibt sich für die SAG im Jahr 2024 aus dem Produkt Trendminer ein negativer Wertbeitrag von EUR -2,8 Mio.

Der sich ergebende Netto-Verkaufserlös wurde zugunsten der Minderheitsaktionäre nicht auf den 24. Mai 2024 abgezinst.

Im Ergebnis hat KPMG einen Netto-Verkaufserlös in Höhe von EUR 44,2 Mio. als Sonderwert „Veräußerung des Produkts Trendminer“ zum 24. Mai 2024 angesetzt. Wir haben die Abzugsposten ausgehend vom Basiskaufpreis sowohl dem Grunde als auch der Höhe nach nachvollzogen. Insbesondere unter Beachtung des Verzichts auf Abzinsung sowie der Berücksichtigung von steuerlichen Folgen auf Ebene der Anteilseigner halten wir den angesetzten Wert für im Ergebnis vertretbar.

KPMG hat 5 **nicht in der Konzernplanung enthaltene Minderheitsbeteiligungen** als Sonderwert in Höhe von EUR 1,1 Mio. berücksichtigt. Hierbei handelt es sich neben einer 2,5%-Beteiligung an der Gesellschaft Deutsches Forschungszentrum für Künstliche Intelligenz GmbH, Kaiserslautern, um 4 als unwesentlich beurteilte Gesellschaften (FACT Unternehmensberatung Schweiz AG, Zürich/Schweiz, Adamos GmbH i. L., Darmstadt, Zen Software Inc., Saint Louis/USA und Datameer, Inc., San Francisco/USA). Auf eine Aufzinsung zum Bewertungsstichtag wurde vereinfachend verzichtet. Die genannten Beteiligungen wurde im Hinblick auf die Relevanz für den Unternehmenswert vertretbar vereinfachend bewertet.

Die zum Bewertungsstichtag bei der SAG vorhandenen **nicht betriebsnotwendigen Immobilien und das Investment Property** wurden von der KPMG in Höhe von EUR 15,2 Mio. als Sonderwert in der Bewertung berücksichtigt. Konkret entfallen EUR 7,3 Mio. auf Immobilienvermögen in Saarbrücken, das zum Teil an Dritte vermietet ist und nach IFRS als Investment Property bilanziert wird, sowie EUR 9,1 Mio. auf das Objekt in der Uhlandstr. 9 in Darmstadt, das nach der Veräußerung des Integrationsgeschäfts zum Verkauf angeboten wird und als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu qualifizieren ist. KPMG hat die ertragsteuerlichen Folgen der Veräußerung bei der SAG berücksichtigt sowie Erträge und Aufwendungen der Objekte aus der Planung der SAG eliminiert. Auf eine Aufzinsung zum Bewertungsstichtag wurde vereinfachend verzichtet. Wir haben die Wertansätze für die beiden Objekte nachvollzogen und erachten diese auf Grundlage der vorliegenden Informationen als vertretbare Einschätzungen.

Wir haben im Rahmen unserer Prüfung keine Anhaltspunkte für weiteres wesentliches, nicht betriebsnotwendiges Vermögen erlangt.

Das steuerliche Einlagekonto der SAG wird nach den Analysen von KPMG, basierend auf der der Bewertung zugrundeliegenden Planungsrechnung, nicht genutzt werden können, da der steuerlich ausschüttbare Gewinn die geplanten Ausschüttungen übersteigt. Dem steuerlichen Einlagekonto hat KPMG daher keinen gesonderten Wert beigemessen. Wir haben die Nutzbarkeit des steuerlichen Einlagekontos geprüft und halten es insbesondere auch unter Beachtung der angenommenen steuerfreien Auskehrung der Sonderwerte an die Anteilseigner für sachgerecht, dem steuerlichen Einlagekonto keinen Wert beizumessen.

Die Ableitung der vorstehend dargestellten Sonderwerte und nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte haben wir inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen. Der Verzicht sowohl auf eine Auf- als auch Abzinsung ist nach unserer Beurteilung insgesamt zum Vorteil der Minderheitsaktionäre. KPMG berücksichtigt bei allen Sonderwerten keine steuerlichen Folgen auf Ebene der Anteilseigner und rechnet die Werte unmittelbar den Anteilseignern zu. Neben den Wertbeiträgen aus dem ersten Halbjahr 2024 stellen insbesondere die berücksichtigten steuerlichen Folgen sowie Kaufpreisanpassungen aufgrund der noch nicht vollständig abgeschlossenen Transaktionen Erwartungswerte dar, die im Rahmen der Aktualisierungsprüfung zur Hauptversammlung der SAG am 24. Mai 2024 im Hinblick auf neuere Erkenntnisse zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen sind. Auf Grundlage der aktuell vorliegenden Informationen erachten wir die angesetzten Sonderwerte insgesamt für einen vertretbaren Wertansatz.

## 8. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Der Bewertungsgutachter hat unter Berücksichtigung des Ertragswerts der SAG sowie der Sonderwerte folgenden Unternehmenswert für die SAG zum 24. Mai 2024 ermittelt:

<b>SAG - Unternehmenswert und Wert je Aktie</b>	
<b>in Mio. EUR</b>	
Ertragswert zum 24. Mai 2024	669,7
Sonderwerte zum 24. Mai 2024	1.856,1
<b>Unternehmenswert zum 24. Mai 2024</b>	<b>2.525,9</b>
Anzahl Aktien	74.000.000
<b>Wert je Aktie (in EUR) zum 24. Mai 2024</b>	<b>34,14</b>

Das Grundkapital der SAG ist in 74.000.000 Stückaktien eingeteilt. Die Gesellschaft hält auskunftsgemäß keine eigenen Anteile.

Demzufolge ergibt sich auf Basis der Berechnungen von KPMG auf den Tag der Hauptversammlung am 24. Mai 2024 ein rechnerischer Wert je Aktie der SAG in Höhe von EUR 34,14.

Wir haben die Durchführung der Bewertung in allen wesentlichen Schritten nachvollzogen und durch eigene Analysen plausibilisiert.

Wir beurteilen den von KPMG ermittelten Unternehmenswert und den Wert je Aktie als im Ergebnis angemessen.

Wir weisen explizit darauf hin, dass – wie von KPMG auf der S. 135 des Bewertungsgutachtens dargestellt – der Wert je Aktie sensitiv auf Veränderungen des Basiszinssatzes reagiert. Daher besteht die Notwendigkeit einer Aktualisierung des Zinssatzes im Rahmen der Aktualisierungsprüfung zur Hauptversammlung der SAG am 24. Mai 2024.

Die von KPMG durchgeführte Sensitivitätsanalyse haben wir rechnerisch überprüft und kommen mit Ausnahme von vereinzelt unwesentlichen Abweichungen von EUR 0,01 bei einem gleichen Annahmeset zu identischen Werten.

## 9. Plausibilisierung des Unternehmenswertes anhand von Multiplikatoren

In der Bewertungspraxis ist es üblich, den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mittels alternativer Verfahren zu plausibilisieren.

Vereinfachte Preisfindungsverfahren liefern Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Ertragswertberechnung (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 143). Die Bewertungspraxis greift in diesem Zusammenhang regelmäßig auf die so genannten Multiplikator-Verfahren zurück.

Bei der Multiplikator-Bewertung handelt es sich um einen marktorientierten Bewertungsansatz, der auf am Markt bereits zustande gekommenen Preisen und damit auf am Markt verarbeiteten Informationen basiert. Ein Multiplikator spiegelt dabei das Verhältnis einer Bezugsgröße (z. B. Umsatz, EBITDA oder EBIT) zum Marktwert eines Unternehmens wider, der für mit dem Bewertungsobjekt vergleichbare Unternehmen auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten und veröffentlichten Unternehmensinformationen ermittelt wird. Der „Wert“ eines Unternehmens resultiert dann aus dem Produkt der spezifischen Bezugsgrößen des Bewertungsobjekts mit dem Multiplikator der vergleichbaren Unternehmen.

Die Auswahl der in der Literatur und Praxis zu findenden Multiplikatoren ist vielfältig. Grundsätzlich wird jedoch zwischen so genannten Equity- und Entity-Multiplikatoren differenziert. Equity-Multiplikatoren bilden unmittelbar den Marktwert des Eigenkapitals ab. Entity-Multiplikatoren ermitteln zunächst den Marktwert des gesamten investierten Kapitals. Der Marktwert des Eigenkapitals ergibt sich dann, indem der Marktwert der Nettofinanzschulden des Bewertungsobjekts abgezogen wird.

Die üblicherweise verwandten Bezugsgrößen EBIT und EBITDA bilden die Ertragskraft des Unternehmens vor Finanzierungseffekten ab, sodass es sich um Entity-Multiplikatoren handelt.

Im hier vorliegenden Bewertungsfall lässt sich anhand des Multiplikator-Verfahrens insbesondere bei Betrachtung der üblichen Bezugsgrößen EBIT und EBITDA nur bedingt ein sachgerechter Unternehmenswert ermitteln. So weist das Bewertungsobjekt aufgrund der nach den Verkäufen des Integrationsgeschäfts und des Produkts Trendminer entstehenden Restrukturierungssituation im Budgetjahr 2024 sowie im Planjahr 2025 ein negatives EBIT und EBITDA auf. Würde hierauf ein Multiplikator angewendet, ergäbe sich ein negativer Unternehmenswert, der nach unserer Auffassung den wahren Wert der SAG nicht widerspiegeln kann. Wenngleich ab dem Planjahr 2026 das EBIT und das EBITDA positiv erwartet werden, berücksichtigt ein auf diese späteren Ergebnisse

angewendeter Multiplikator die Restrukturierungsaufwendungen der Vorjahre nicht und überschätzt daher aus unserer Sicht den Unternehmenswert. Ferner ist bei der Verwendung von Bezugsgrößen aus dem Planjahr 2026 zu beachten, dass in dem Fall auch für die Vergleichsunternehmen Bezugsgrößen aus dem Jahr 2026 benötigt werden. Hierbei wird regelmäßig auf Analysteneinschätzungen zurückgegriffen, deren Anzahl und Qualität bei weiter in der Zukunft liegenden Geschäftsjahren abnimmt.

Dies vorausgeschickt, haben wir dennoch den von der KPMG ermittelten Unternehmenswert anhand des Multiplikator-Verfahrens auf Grundlage des EBIT und des EBITDA des Planjahres 2026 sowie unter grober Berücksichtigung der Restrukturierungsaufwendungen des Budgetjahres 2024 und des Planjahres 2025 ermittelt. In einem ersten Schritt haben wir für die im Rahmen der Befaktorermittlung angegebenen Vergleichsunternehmen (vgl. Abschnitt C.II.5.d)) soweit verfügbar EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren für das Jahr 2026 auf Grundlage des aktuellen Unternehmensgesamtswerts der Unternehmen sowie aufgrund von aktuellen Analystenschätzungen zum EBIT und zum EBITDA für das Jahr 2026 abgeleitet.

Die Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen wurden in einem zweiten Schritt auf das EBIT und EBITDA der SAG des Planjahres 2026 angewendet und – unter Berücksichtigung des Nettofremdkapitals sowie einer Schätzung für die Restrukturierungsaufwendungen im Budgetjahr 2024 und im Planjahr 2025 – der Marktwert des Eigenkapitals der SAG ohne Sonderwerte ermittelt. Auf Grundlage des Mittelwertes der EBIT-Multiplikatoren ergibt sich hiernach ein Wert von rd. EUR 500 Mio. und auf Grundlage des Mittelwertes der EBITDA-Multiplikatoren ein Wert von rd. EUR 1.000. Somit liegt der von der KPMG ermittelte Ertragswert der SAG – ebenfalls ohne Sonderwerte – in Höhe von EUR 669,7 Mio. innerhalb dieser Bandbreite.

Auf Basis dieser Plausibilisierung haben wir somit keine Anhaltspunkte dafür gewonnen, dass der ermittelte Ertragswert im Vergleich zum Marktumfeld des Bewertungszeitpunkts nicht angemessen ist. Gleichwohl weisen wir explizit darauf hin, dass insbesondere im vorliegenden Fall die Aussagekraft des Verfahrens aufgrund der dargestellten Besonderheiten eingeschränkt ist.

## **10. Börsenkurs**

### **a) Vorbemerkungen**

Die Aktien der SAG waren bis zum 23. Februar 2024 im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und wurden an weiteren Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie beim elektronischen Handelssystem Tradegate im Freiverkehr gehandelt. Somit war die SAG zum Zeitpunkt des Verlangens nach Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs börsennotiert.

Für den Dreimonatszeitraum vor dem 19. Januar 2024, d. h. vom 19. Oktober 2023 bis zum 18. Januar 2024 einschließlich, ermittelte die BaFin einen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i. V. m. § 5 WpÜG-AngebotsVO in Höhe von **EUR 33,37**. Die BaFin berücksichtigt bei ihren Berechnungen nach unseren Kenntnissen allein den Handel auf dem regulierten Markt inländischer Börsen.

KPMG hat unter Berücksichtigung des Handels sowohl im regulierten Markt als auch im Freiverkehr einen volumengewichteten Durchschnittskurs für den Zeitraum 19. Oktober 2023 bis 18. Januar 2024 in Höhe von **EUR 33,49** je Aktie abgeleitet.

Ferner kommt KPMG hinsichtlich des Börsenkurses zu dem Ergebnis, dass im vorliegenden Bewertungsfall die Eignung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage zur Ableitung der Barabfindung nach den Kriterien der Rechtsprechung – eher aber nicht aus ökonomischer Sicht – gegeben ist (vgl. Bewertungsgutachten, S. 143).

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Nach einer Entscheidung des BVerfG<sup>79</sup> ist der Börsenkurs der Aktie eines Unternehmens dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gegenüberzustellen. Ein existierender Börsenkurs darf bei der Bemessung der Abfindung somit grundsätzlich nicht unberücksichtigt bleiben.

Unter Bezugnahme auf Art. 14 Abs. 1 GG hat laut BVerfG<sup>80</sup> ein im Rahmen einer Strukturmaßnahme abzufindender Minderheitsaktionär Anspruch auf eine volle Entschädigung für den Verlust seiner gesellschaftsrechtlichen Beteiligung an der Aktiengesellschaft. Die Entschädigung soll den wirklichen oder wahren Wert der Unternehmensbeteiligung widerspiegeln und darf jedenfalls nicht unterhalb dessen liegen, was der Minderheitsaktionär bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme erhalten hätte. Eine geringere Abfindung würde der Dispositionsfreiheit über den Eigentumsgegenstand nicht hinreichend Rechnung tragen.

Der Vermögensverlust, den der Minderheitsaktionär durch sein Ausscheiden aus dem Unternehmen erleidet, stellt sich für ihn als Verlust des Verkehrswerts der Aktie dar. Dieser ist nach Auffassung des BVerfG<sup>81</sup> regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch. Der dem Minderheitsaktionär durch die Abfindung auszugleichende Vermögensverlust darf damit als volle Entschädigung nicht unter dem Verkehrswert der Beteiligung liegen.

<sup>79</sup> BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94.

<sup>80</sup> BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94.

<sup>81</sup> BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94.



Die Entscheidung des BVerfG hat der BGH<sup>82</sup> dahingehend konkretisiert, dass eine Unterschreitung des Börsenkurses nur dann in Betracht kommt, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, was grundsätzlich nur dann in Frage kommt, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktengung der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenpreis manipuliert worden ist. Eine Überschreitung ist hingegen verfassungsrechtlich unbedenklich.

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 ist der einer angemessenen Abfindung zugrundeliegende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.

Der BGH hat mit Beschluss vom 21. Februar 2023 nun festgestellt, dass der Börsenkurs eines Unternehmens allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sein kann.<sup>83</sup> Nach Ansicht des BGH scheidet eine Methode nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden. Nach Ansicht des BGH scheidet der Rückgriff auf den Börsenkurs konkret aus,

- wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, sodass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt und
- wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist, also über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktengung vorliegt. Als Indizien für das Vorliegen von Marktengung werden geringe Handelsvolumina, ein Handel an nur wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien genannt.

Ferner wird konkretisiert, dass es dem Börsenkurs an hinreichender Aussagekraft mangelt, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.

Das OLG Frankfurt am Main hat mit Beschluss vom 9. Februar 2024 dargelegt, dass der Börsenkurs eines Unternehmens auch bei einem Squeeze-out alleinig eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung der Abfindung sein kann.<sup>84</sup> Indes wurde explizit darauf hingewiesen, dass die Eignung im Rahmen eines Squeeze-outs aufgrund der hohen erforderlichen Anteilsquote des

<sup>82</sup> BGH 12. März 2001 II ZB 15/00.

<sup>83</sup> Vgl. hier und im Folgenden BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.

<sup>84</sup> Vgl. OLG Frankfurt am Main v. 9.02.2024 – 21 W 129/22.

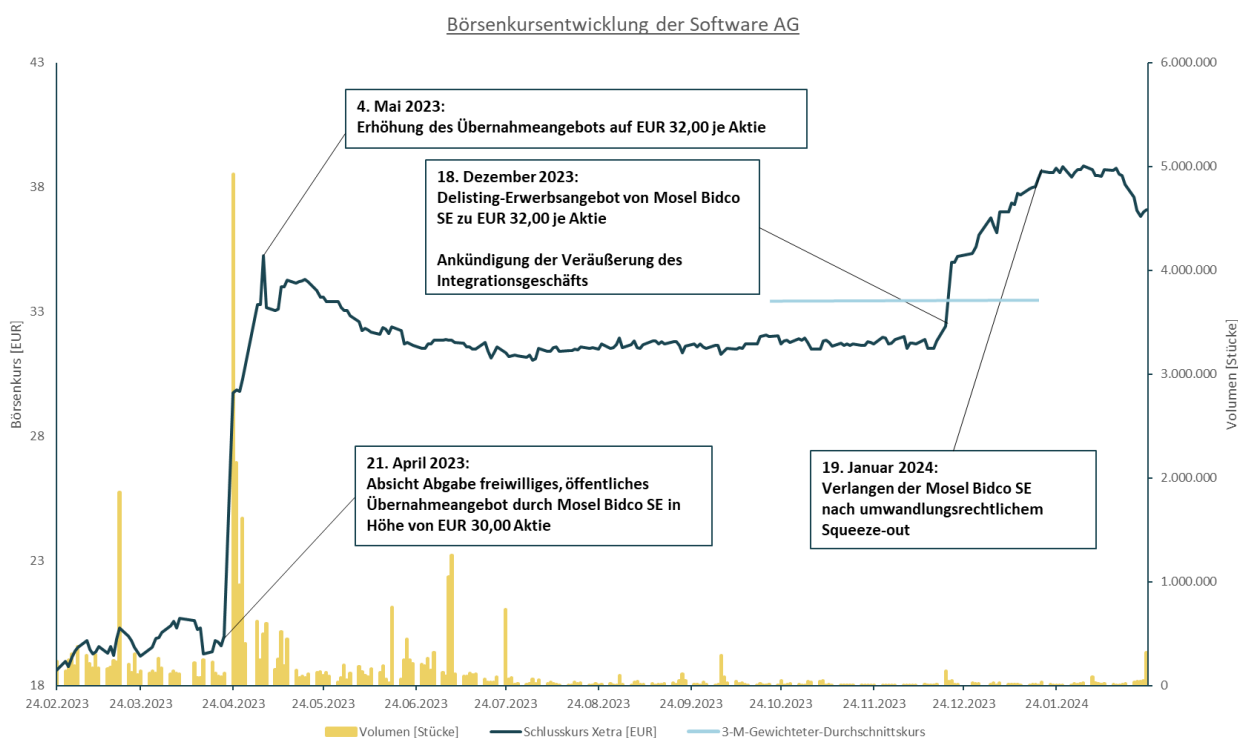
Hauptaktionärs und der damit häufig einhergehenden Marktmenge grundsätzlich geringer sein kann als zum Beispiel beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Das OLG Frankfurt am Main weist wie der BGH darauf hin, dass im jeweiligen Einzelfall zu prüfen ist, ob die Voraussetzungen für die grundsätzlich als alleinige Schätzgrundlage in Betracht kommende Methode des Börsenkurses auch im jeweiligen Fall vorliegen. Für die dafür erforderliche effiziente Informationsverarbeitung der Märkte komme es maßgeblich auf die Liquidität der betreffenden Aktie an.

In dem vom OLG Frankfurt am Main entschiedenen Fall wird es für erforderlich gehalten, im Fall von Restzweifeln an der Eignung als alleinige Schätzgrundlage im konkreten Fall den Ertragswert in die Betrachtung mit einzubeziehen.

Nachfolgend haben wir daher zunächst geprüft, ob aus unserer Sicht im konkreten Bewertungsfall die vom BGH bestätigten Kriterien zur Verwendung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage gegeben sind.

## b) Kursentwicklung im Referenzzeitraum

Die nachfolgende Abbildung zeigt den Börsenkurs der SAG bis zum 23. Februar 2023, dem Tag des Wirksamwerdens des Delisting:



Die SAG hat am 18. Dezember 2023 die Entscheidung der Mosel Bidco zur Abgabe eines Delisting-Erwerbsangebots in Höhe von EUR 32,00 je Aktie ohne Hinweis auf einen Squeeze-out angekündigt. Ferner wurde am gleichen Tag auch die Veräußerung wesentlicher Geschäftsaktivitäten (Integrationsgeschäft) bekannt gegeben.

Am 19. Januar 2024 wurde das Verlangen nach Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs auf der Internetseite der SAG veröffentlicht. Der von KPMG und der BaFin betrachtete Zeitraum vom 19. Oktober 2023 bis zum 18. Januar 2024 spiegelt somit den Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Maßnahme wider.

Nach Ansicht des OLG Frankfurt<sup>85</sup> muss die Umsetzung der Strukturmaßnahme zum Zeitpunkt der Bekanntgabe aus Sicht des Kapitalmarktes hinreichend wahrscheinlich sein. Hiervon kann nach Ansicht des OLG Frankfurt ausgegangen werden, sofern in der Mitteilung die unbedingte Ankündigung enthalten ist, die Strukturmaßnahme durchführen zu wollen, und zusätzlich offengelegt wird, dass die Grundlagen geschaffen sind, diese Ankündigung in absehbarer Zeit umsetzen zu können.

Die Mosel Bidco hat in der Mitteilung vom 19. Januar 2024 dargelegt, dass sie rund 93,33 % am Grundkapital der SAG hält und damit die Grundlagen für den umwandlungsrechtlichen Squeeze-out vorliegen.

Somit ist nach unserer Beurteilung der Zeitraum 19. Oktober 2023 bis 18. Januar 2024 der maßgebliche Referenzzeitraum.

In dem Referenzzeitraum lassen sich nach unseren Analysen keine unerklärlichen Kursausschläge und auch keine Kursmanipulationen feststellen.

### **c) Effektive Informationsbewertung nach Rechtsprechung**

Nach Ansicht des BGH scheidet der Rückgriff auf den Börsenkurs nur aus, wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, sodass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt. Nach Ansicht des OLG Frankfurt am Main<sup>86</sup> kommt es im Hinblick auf die erforderliche effiziente Informationsverarbeitung der Märkte maßgeblich auf die Liquidität der betreffenden Aktie an.

<sup>85</sup> OLG Frankfurt v. 21.12.2010 – 5 W 15/10, Rz. 40.

<sup>86</sup> OLG Frankfurt v. 21.12.2010 – 5 W 15/10, Rz. 40 und OLG Frankfurt v. 26.04.2021 - 21 W 139/19, Rz. 40 und 41.

Der Rückgriff auf den Börsenkurs soll nach Ansicht des BGH konkret ausscheiden, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist, also über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktmenge vorliegt. Als Indizien für das Vorliegen von Marktmenge werden geringe Handelsvolumina, ein Handel an nur wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien genannt.<sup>87</sup>

Daher wurde von uns nachfolgend der Börsenhandel im Referenzzeitraum analysiert:

Im Referenzzeitraum 19. Oktober 2023 bis 18. Januar 2024 mit 63 möglichen Handelstagen wurden die Aktien der SAG an 63 Tagen gehandelt. Somit ist festzustellen, dass an jedem Tag und damit regelmäßig Handel stattgefunden hat.

Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO liegt **Marktmenge** vor, wenn an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. Der volumengewichtete Tageskurs lag zwischen EUR 31,52 und EUR 38,32 je Aktie. Eine Aktienkursabweichung von mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag stellte sich im betrachteten Zeitraum sowohl bezogen auf den volumengewichteten Durchschnittskurs als auch auf den Schlusskurs an keinem Tag ein.

Damit sind beide vorstehend genannten Kriterien für Marktmenge nicht erfüllt.

Die Aktie der SAG weist trotz des geringen Streubesitzes von unter 7 % im relevanten Zeitraum einen Bid-Ask-Spread von rd. 0,5 % und damit ein im Vergleich zu vielen anderen Aktien in Deutschland geringes Bid-Ask-Spread-Niveau auf.

Bei einem solchen Bid-Ask-Spread in Verbindung mit dem Handelsvolumen von täglich EUR 0,5 Mio. im Xetra-Handel sowie dem Handel von 899.321 Stück im gesamten Zeitraum – was rd. 1,2 % der ausgegebenen Aktien entspricht – kann unseres Erachtens trotz des geringen Streubesitzes von einer effizienten Verarbeitung vorliegender Informationen ausgegangen werden.

Sowohl in dem Referenzzeitraum als auch zuvor erfüllte die SAG nach unseren Informationen die hohen Publizitätspflichten des Prime Standard und wurde bis zur Übernahme von einer Vielzahl von Analysten gecovered. Damit liegen die vom BGH konkret bezeichneten Aspekte (unerklärliche Kursausschläge, Kursmanipulationen sowie Nichteinhalten von kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten), die bei Vorliegen für eine fehlende hinreichende Aussagekraft des Börsenkurses sprechen, in diesem Bewertungsfall nach unserer Beurteilung nicht vor.

---

<sup>87</sup> Vgl. hier und im Folgenden BGH v. 21.02.2023 – II ZB 12/21.

Damit kann der Börsenkurs der SAG als alleinige Grundlage für die Bemessung der Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der SAG im Sinne der Rechtsprechung des BGH herangezogen werden.

**d) Effektive Informationsbewertung ökonomische Sichtweise**

Nach unserer ökonomischen Beurteilung hängt eine effektive Informationsbewertung der Marktteilnehmer indes nicht ausschließlich von der Effizienz der Informationsverarbeitung und somit z. B. der Liquidität einer Aktie ab, sondern auch von der Verfügbarkeit der wertrelevanten Informationen aller Marktteilnehmer. Wenngleich hier sicherlich die Erfüllung der Publikationspflichten ein notwendiges Kriterium darstellt, ist dies aus unserer Sicht indes kein hinreichendes Kriterium für das Vorliegen sämtlicher wertrelevanten Informationen in der für eine rationale Entscheidung erforderlichen Detailtiefe. Ergänzend dazu kann der Börsenkurs zum Beispiel auch keine Sachverhalte berücksichtigen, die erst nach dem Ende des Referenzzeitraums aufgetreten sind.

Im vorliegenden Bewertungsfall bestehen aus ökonomischer Sicht insbesondere aufgrund der folgenden Sachverhalte Bedenken dagegen, dass alle wertrelevanten Informationen sachgerecht im Börsenkurs abgebildet sind:

- Die SAG hat am 18. Dezember 2023 mitgeteilt, dass wesentliche Geschäftsaktivitäten veräußert werden. Der Börsenkurs kann diese wertrelevante Information somit nur teilweise im betrachteten Zeitraum (19. Oktober 2023 bis 18. Januar 2024) berücksichtigt haben. Den Marktteilnehmern lagen ferner nur eingeschränkte Informationen zur Veräußerung der Geschäftsaktivitäten sowie zu den damit einhergehenden Restrukturierungen und steuerlichen Folgen vor. Diese Detailinformationen haben einen wesentlichen Einfluss auf den Unternehmenswert und damit auf den „wahren Wert“ der SAG.
- Die SAG hat ferner im März 2024 entschieden, in Form des Produkts Trendminer weitere Geschäftsaktivitäten zu veräußern. Diese Information kann im Börsenkurs im Referenzzeitraum somit nicht verarbeitet sein.

Aus ökonomischer Sicht bestehen somit an der Eignung des Börsenkurses im vorliegenden Bewertungsfall als alleinige Grundlage für die Bemessung der Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der SAG Bedenken. Dennoch wird nachfolgend die Höhe des Börsenkurses im relevanten Referenzzeitraum im Einzelnen betrachtet.

### e) Dreimonatsdurchschnittskurs

Für den Dreimonatszeitraum vor dem 19. Januar 2024 – d. h. vom 19. Oktober 2023 bis zum 18. Januar 2024 einschließlich – ermittelte die BaFin einen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i. V. m. § 5 WpÜG-AngebotsVO in Höhe von **EUR 33,37**. Die BaFin berücksichtigt bei ihren Berechnungen nach unseren Kenntnissen allein den Handel auf dem regulierten Markt.

Bei einer ausschließlichen Betrachtung der Frankfurter Wertpapierbörse kommen wir bei eigenen Berechnungen für den vorstehenden Dreimonatszeitraum auf einen volumengewichteten Börsenkurs in Höhe von **EUR 33,36** je Aktie.<sup>89</sup>

Berücksichtigen wir bei unseren Berechnungen neben dem Handel auf den Börsen der Frankfurter Wertpapierbörse auch den Handel im Freiverkehr anderer inländischer Börsen ermitteln wir für den vorstehenden Dreimonatszeitraum einen volumengewichteten Börsenkurs in Höhe von **EUR 33,49** je Aktie.<sup>90</sup>

Im Hinblick auf die Höhe des Dreimonatsdurchschnittskurses im Referenzzeitraum 19. Oktober 2023 bis 18. Januar 2024 ist somit zwischen der reinen Betrachtung von Kursen im regulierten Markt (BaFin) und der zusätzlichen Betrachtung von Freiverkehrskursen zu differenzieren. Die Berücksichtigung von Freiverkehrskursen bei der Ableitung des Börsenkurses wurde in der Vergangenheit in der Rechtsprechung teilweise kontrovers betrachtet.<sup>91</sup> Auf Grund der geringen Abweichung ist der Unterschied nach unserer Einschätzung als unwesentlich zu erachten.

Das OLG Frankfurt am Main sieht in der Verwendung des BaFin-Kurses eine höhere Rechtssicherheit.<sup>92</sup>

Der BGH<sup>93</sup> hält ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme dann für nicht geboten, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Dann ist der Börsenwert entsprechend

---

<sup>89</sup> Bei unseren Berechnungen haben wir auf Handelsdaten abgestellt, die öffentlich unter „www.ariva.de“ einsehbar sind. Betreiber der Internetseite ist die ARIVA.DE AG, Kiel.

<sup>90</sup> Bei unseren Berechnungen haben wir auf Handelsdaten von ARIVA.DE abgestellt. Hierbei haben wir Unplausibilitäten für die Börse Stuttgart im Hinblick auf die Höhe des Handelsvolumens festgestellt, so dass wir die von der KPMG zur Verfügung gestellten Daten zum Handel der SAG an der Börse Stuttgart über die Daten eines weiteren Finanzdatenanbieters überprüft haben und nach diesen Daten keine Abweichungen zu den Werten der KPMG festgestellt haben.

<sup>91</sup> Vgl. zum Beispiel OLG Düsseldorf v. 13.03.2008 – 26 W 8/07; OLG Düsseldorf v. 11.05.2015 – I-26 W 2/13; OLG München v. 12.05.2020 – 31 Wx 361/18; OLG Karlsruhe v. 12.09.2017 – 12 W 27/18; OLG Stuttgart v. 26.06.2019 – 12 W 1/17; OLG Hamburg v. 07.09.2020 – 13 W 122/20.

<sup>92</sup> Vgl. OLG Frankfurt am Main v. 9.02.2024 – 21 W 129/22.

<sup>93</sup> BGH v. 19.07.2010, Az. II ZB 18/09.

der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen.

Der BGH sah einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten als längeren Zeitraum an. Ausgehend von den Auffassungen in Literatur und Rechtsprechung wird zumindest ein Zeitraum von bis zu 6 Monaten als unkritisch angesehen, sodass es keiner Hochrechnung des Börsenkurses bedarf.<sup>94</sup>

Bei der SAG liegt zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme am 19. Januar 2024 und dem Tag der geplanten Hauptversammlung am 24. Mai 2024 als maßgeblichem Bewertungsstichtag ein Zeitraum von rd. 4 Monaten. Zudem sind keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass es zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und der Hauptversammlung zu Verzögerungen gekommen ist, die eine Hochrechnung als geboten erscheinen lassen könnten.

Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist daher im vorliegenden Fall nicht geboten.

Im Ergebnis bestätigt unsere Prüfung damit die von KPMG getroffene Feststellung zur Höhe des Dreimonatsdurchschnittskurses der SAG in Höhe von **EUR 33,37**.

#### **f) Fazit zum Börsenkurs**

Im Ergebnis können nach unserer Einschätzung die vom BGH und die vom OLG Frankfurt am Main jüngst herangezogenen Kriterien im Hinblick auf den Börsenkurs als alleinige Schätzgrundlage als erfüllt angesehen werden. Aus ökonomischer Sicht erachten wir indes im vorliegenden Bewertungsfall den Börsenkurs als alleinige Schätzgrundlage vor dem Hintergrund eingeschränkter wertrelevanter Informationen im Referenzzeitraum – insbesondere aufgrund der geplanten Veränderungen des Geschäfts der SAG durch die beschriebenen Verkäufe und Restrukturierungen – sowie unserer grundsätzlichen Bedenken hinsichtlich der Eignung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage in Situationen mit einem Mehrheitsaktionär und einem geringen Streubesitz für nicht geeignet. Wir halten daher das Vorgehen der KPMG, dem Börsenkurs den Ertragswert gegenüberzustellen, um die Eignung des Börsenkurses im Hinblick auf die Abbildung des wahren Wertes zu überprüfen, für ein sachgerechtes Vorgehen.

### **III. Besondere Schwierigkeiten der Bewertung**

Gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e Abs. 1 AktG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Bewertung aufgetreten sind.

<sup>94</sup> So z. B. Koch in Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 305 Rn. 44 (m.w.N.); OLG Stuttgart v. 01.04.2014, 20 W 4/13; LG Stuttgart v. 07.10.2019, 31 O 36/16 KfH SpruchG, Rn. 459.

Nach unserer Ansicht hat bei der hier gegenständlichen Bewertung eine besondere Schwierigkeit im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG vorgelegen. Aufgrund der Verkäufe des Integrationsgeschäfts sowie des Produkts Trendminer ist eine wesentliche Umstrukturierung vorgesehen, die die Vergleichbarkeit der Vergangenheitsergebnisse des SAG-Konzerns mit der Konzernplanung signifikant eingeschränkt hat. Der Schwierigkeit wurde im Rahmen der Bewertung und Angemessenheitsprüfung dadurch begegnet, dass eine Vielzahl der Analysen auf Ebene der einzelnen Produkte stattgefunden hat sowie die in Abschnitt C.II.4.a)iii dargestellte Pro-Forma-Gewinn- und Verlustrechnung für die Ist-Jahre 2021 bis 2023 erstellt wurde.

Im Rahmen unserer Tätigkeit zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung sind darüber hinaus keine weiteren besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung aufgetreten.

#### **D. Festgelegte Barabfindung**

Die Mosel Bidco hat am 15. April 2024 eine Barabfindung in Höhe von **EUR 34,14** je Aktie der SAG für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Mosel Bidco auf Grundlage des von KPMG ermittelten Unternehmenswertes festgelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Der durch KPMG anhand des Ertragswertverfahrens abgeleitete Unternehmenswert der SAG inkl. Sonderwerte auf den 24. Mai 2024 beträgt EUR 2.525,9 Mio. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert in Höhe von **EUR 34,14** je Aktie der SAG. Wir haben diesen Wert nachvollzogen und halten den Wert für sachgerecht abgeleitet.

Der volumengewichtete, durchschnittliche Börsenkurs für den maßgeblichen Referenzzeitraum vom 19. Oktober 2023 bis zum 18. Januar 2024 beträgt laut BaFin **EUR 33,37** je Aktie der SAG.

Wie vorstehend dargestellt, ist der Börsenkurs vorliegend als alleiniger Maßstab für die Bemessung der Barabfindung nach den Kriterien der Rechtsprechung geeignet. Jedoch erachten wir aus ökonomischer Sicht im vorliegenden Bewertungsfall den Börsenkurs als alleinige Schätzgrundlage vor dem Hintergrund der dargestellten Aspekte für eher nicht geeignet. Wir halten die Gegenüberstellung von Börsenkurs und Ertragswert sowie die Bemessung der Barabfindung anhand des leicht höheren Ertragswertes deshalb im Interesse der Minderheitsaktionäre für sachgerecht.

Im Ergebnis unserer Beurteilung kommen wir zu der Feststellung, dass die von der Mosel Bidco festgelegte Barabfindung in Höhe von **EUR 34,14** je Aktie der SAG angemessen ist.



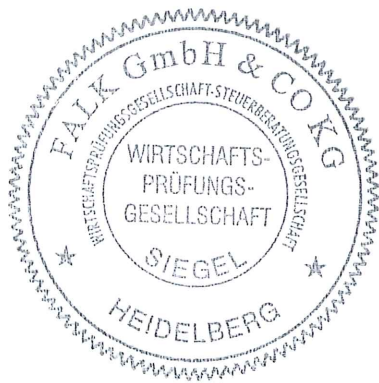
**E. Prüfungsergebnis und abschließende Erklärung**

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der Mosel Bidco, München, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Software Aktiengesellschaft, Darmstadt, geprüft.

Wir geben gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i. V. m. §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Software Aktiengesellschaft, Darmstadt, in Höhe von **EUR 34,14** je Aktie angemessen.

Heidelberg, den 16. April 2024



FALK GmbH & Co KG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft

(Andreas Dörschell)  
Wirtschaftsprüfer

(Bastian Wenk)  
Wirtschaftsprüfer

Unserem Auftrag lagen die "Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften" vom 1. Januar 2024 (Anlage 4) zugrunde. Durch Kenntnisnahme und Nutzung bestätigt jeder Empfänger, die dort getroffenen Regelungen (einschließlich der Haftungsregelung unter der Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen) zur Kenntnis genommen zu haben, und erkennt deren Geltung im Verhältnis zu uns an.

# Anlage 1

**Landgericht Frankfurt am Main**  
**5. Kammer für Handelssachen**

15.02.2024

**Aktenzeichen:** 3-05 O 25/24

Es wird gebeten, bei allen Eingaben das  
vorstehende Aktenzeichen anzugeben



**Beschluss**

In dem Verfahren

auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach §§ 62 Abs. 5 UmwG i.V.m.  
§§ 327c Abs. 2 S. 3, 293c Abs. 1 AktG und §§ 60, 10 UmwG

der

1. Mosel Bidco SE, vertr. d.d. Vorstand, c/o Alter Domus Deutschland GmbH,  
Bennigsen-Platz 1, 40474 Düsseldorf

2. Software Aktiengesellschaft, vertr. d.d. Vorstand, Uhlandstr. 12, 64297 Darmstadt

Antragstellerinnen

Verfahrensbevollmächtigte zu 1. und 2.:

Rechtsanwälte und Rechtsanwältinnen Hengeler Mueller, Benrather Straße 18 -  
20, 40213 Düsseldorf

betreffend der Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre  
der Antragstellerin zu 1) im Rahmen einer Verschmelzung und der Prüfung der  
Verschmelzung

# PDF-VERSION

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main durch Vorsitzende Richterin am Landgericht Dr. Maushake als Vorsitzende am 15.02.2024 beschlossen:

Für das geplante Verfahren auf Verschmelzung der Antragstellerin zu 1) mit der Antragstellerin zu 2) als übernehmender Rechtsträgerin und damit verbunden der Übertragung von Aktien der übrigen Aktionäre gegen Barabfindung auf die Antragstellerin zu 2) wird die

Falk GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft  
(Ansprechpartner: Andreas Dörschell)  
Im Breitspiel 21  
69126 Heidelberg

zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung der Minderheitsaktionäre und der Verschmelzung bestellt.

Die Antragstellerinnen haben die Kosten des Verfahrens als Gesamtschuldner zu tragen.

Der Geschäftswert wird auf 60.000,- Euro festgesetzt.

## Gründe

Das Gericht hält die ausgewählte Gesellschaft für geeignet, die Prüfung durchzuführen. Hinderungsgründe bestehen nach der Erklärung der bestellten Prüferin vom 01.02.2024 (Bl. 7 f. d.A.) nicht.

# PDF-VERSION

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

1. An welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit ist die Prüfung erfolgt.
2. Die Prüferin 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 Vorabbestellung 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) 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 Gesellschaftern erstattet.

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

3. Aufzuführen ist, aus welchen Quellen der Prüfer die für die Bemessung des (Ertrags)wertes benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag (bei Anwendung der CAPM oder TAX-CAPM: BETA-Faktor, u. U. Zusammensetzung einer „peer-group“) abgeleitet hat

# PDF-VERSION

und warum gerade diese Indizes und/oder geprüften Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind.

4. Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen 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. Der Prüferin wird aufgegeben, ein Exemplar ihres Prüfberichts für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern sie sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes, sowie der Verzinsungsparameter eines Rechenprogramms bedient hat, wird sie gebeten, die hierbei erstellte Datei (z.B. Excelsheet) und auch den Prüfbericht als Datei für das Gericht auf einen gebräuchlichen Datenträger in Kopie (z.B. CD-ROM; USB-Stick, ggf. als E-Mail Anhang an eine zu erfragende E-Mail-Adresse) beizufügen.
7. Die Prüferin soll ggf. bei entsprechender Anforderung durch das Gericht die Vergütungsvereinbarung mit der Antragstellerin und die endgültige Honorarabrechnung nach Ende ihrer Arbeiten dem Gericht gegenüber offenlegen.
8. Vorsorglich wird die Prüferin darauf hingewiesen, dass sie in einem evtl. Spruchverfahren über die Angemessenheit eines ggf. zu leistenden Ausgleichs bzw. Abfindung schriftlich auf Anforderung des Gerichts Stellung zu nehmen hat und ihr Erscheinen in einer etwaigen mündlichen Verhandlung angeordnet werden kann.

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 GNotKG. Der Geschäftswert bestimmt sich nach § 67 GNotKG.

# PDF-VERSION

## 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 zu 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. Maushake**

Vorsitzende Richterin am Landgericht

**Landgericht Frankfurt am Main**  
**5. Kammer für Handelssachen**

20.02.2024

**Aktenzeichen:** 3-05 O 25/24

Es wird gebeten, bei allen Eingaben das  
vorstehende Aktenzeichen anzugeben



**Beschluss**

In dem Verfahren

auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach §§ 62 Abs. 5 UmwG i.V.m.  
§§ 327c Abs. 2 S. 3, 293c Abs. 1 AktG und §§ 60, 10 UmwG

der

1. Mosel Bidco SE, vertr. d.d. Vorstand, Sitz München, c/o Alter Domus Deutschland  
GmbH, Bennigsen-Platz 1, 40474 Düsseldorf

2. Software Aktiengesellschaft, vertr. d.d. Vorstand, Uhlandstr. 12, 64297 Darmstadt  
Antragstellerinnen

Verfahrensbevollmächtigte zu 1. und 2.:

Rechtsanwälte und Rechtsanwältinnen Hengeler Mueller, Benrather Straße 18 -  
20, 40213 Düsseldorf

betreffend der Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre  
der Antragstellerin zu 2) im Rahmen einer Verschmelzung und der Prüfung der  
Verschmelzung



# PDF-VERSION

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main durch Vorsitzende Richterin am Landgericht Dr. Maushake als Vorsitzende am 20.02.2024 beschlossen:

„Der Beschluss vom 15.02.2024 wird dahin berichtigt, dass es auf S. 1 des Beschlusses statt:

„betreffend der Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Antragstellerin zu 1) im Rahmen einer Verschmelzung und der Prüfung der Verschmelzung“

richtig heißt:

„betreffend der Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Antragstellerin zu 2) im Rahmen einer Verschmelzung und der Prüfung der Verschmelzung“

Zudem wird der Beschluss vom 15.02.2024 dahin berichtigt, dass es auf S. 2 statt:

„Für das geplante Verfahren auf Verschmelzung der Antragstellerin zu 1) mit der Antragstellerin zu 2) als übernehmender Rechtsträgerin und damit verbunden der Übertragung von Aktien der übrigen Aktionäre gegen Barabfindung auf die Antragstellerin zu 2) wird die [...]“

richtig heißt:

„Für das geplante Verfahren auf Verschmelzung der Antragstellerin zu 2) mit der Antragstellerin zu 1) als übernehmender Rechtsträgerin und damit verbunden der Übertragung von Aktien der übrigen Aktionäre gegen Barabfindung auf die Antragstellerin zu 1) wird die [...]“

## Gründe

Es handelt sich um offensichtliche Unrichtigkeiten in Form von Schreibfehlern. Diese waren analog § 319 Abs. 1 ZPO zu berichtigen.

**Dr. Maushake**  
Vorsitzende Richterin am Landgericht

Beglaubigt  
Frankfurt am Main, 22.02.2024



Justizfachangestellte  
Arbeitsbeamtin der Geschäftsstelle

## Anlage 2

Übersicht wesentlicher Besprechungen					
Datum	Uhrzeit	Dauer	Teilnehmer	Ort	Inhalt
21.02.2024	15:00	01:00	KPMG; FALK	Videokonferenz	Kick-off; Erläuterung Zeitplan; Erläuterung Bewertungsobjekt; Erläuterung Bewertungsvorgehen
01.03.2024	14:30	01:00	KPMG; FALK	Videokonferenz	Erläuterung zu Geschäftsmodell, Planungsprozess und Planung
05.03.2024	14:00	01:30	KPMG; FALK	Videokonferenz	Markt-Wettbewerb, Umsatzplanung und Kostenplanung
06.03.2024	15:00	01:00	KPMG; FALK	Videokonferenz	Investitionen, Net Working Capital, Pro-Forma-Vergangenheit
07.03.2024	18:00	00:15	SAG; SL; HM; KPMG;FALK	Videokonferenz	Regelmäßiger Abstimmungscall
08.03.2024	14:00	00:45	KPMG; FALK	Videokonferenz	Wertübersicht, Sonderwerte, Sonstiges
12.03.2024	10:00	08:00	SAG, KPMG; FALK	SAG Darmstadt	Einsicht Vorstands und Aufsichtsratsprotokolle
14.03.2024	18:00	00:15	SAG; SL; HM; KPMG;FALK	Videokonferenz	Regelmäßiger Abstimmungscall
18.03.2024	16:00	01:00	KPMG; FALK	Videokonferenz	Besprechung Frageliste FALK
19.03.2024	14:00	02:00	KPMG; FALK	Videokonferenz	Besprechung Frageliste FALK
19.03.2024	16:00	03:45	SAG; KPMG; FALK	Videokonferenz	Planungsgespräch
20.03.2024	08:00	05:00	SAG; KPMG; FALK	Videokonferenz	Planungsgespräch
21.03.2024	14:00	02:00	KPMG; FALK	Videokonferenz	Pro-Forma-Vergangenheit, Bilanzplanung, Sonderwerte, Steuereffekte
21.03.2024	18:00	00:15	SAG; SL; HM; KPMG;FALK	Videokonferenz	Regelmäßiger Abstimmungscall
22.03.2024	13:00	00:30	SAG; KPMG; FALK	Videokonferenz	Auswirkungen Verkauf Trendminer auf Planung
28.03.2024	18:00	00:15	SAG; SL; HM; KPMG;FALK	Videokonferenz	Regelmäßiger Abstimmungscall
28.03.2024	20:00	00:45	KPMG; FALK	Videokonferenz	Bewertungsmodell
03.04.2024	15:00	01:30	KPMG; FALK	Videokonferenz	Ewige Rente / Pro-Forma-Vergangenheit / Bereinigungen
04.04.2024	18:00	00:40	SAG, KPMG, FALK	Videokonferenz	Gespräch mit Vorstand SAG zu wesentlichen Bewertungsannahmen
04.04.2024	18:00	00:15	SAG; SL; HM; KPMG;FALK	Videokonferenz	Regelmäßiger Abstimmungscall
05.04.2024	12:00	00:30	SL; FALK	Videokonferenz	Sonderwert Veräußerung Integrationsgeschäft
05.04.2024	13:00	01:00	KPMG; FALK	Videokonferenz	Steuern
05.04.2024	14:00	00:15	SAG; KPMG; FALK	Videokonferenz	Net Working Capital
05.04.2024	18:45	00:15	SAG; SL; KPMG; FALK	Videokonferenz	Cumulocity
11.04.2024	18:00	00:15	SAG; SL; HM; KPMG;FALK	Videokonferenz	Regelmäßiger Abstimmungscall

Im Zeitraum 02.04.2024 bis 09.04.2024 haben täglich Abstimmungscalls (ca. 30-45 Minuten) zwischen KPMG und FALK stattgefunden.

SL=Silver Lake  
HM=Hengeler

## Anlage 3

## Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen sowie der SAG

Nr.	Unternehmen	Sitzland	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre
1	Axway Software SA	USA	0,23	0,20	0,19	0,19
2	Informatica Inc.	USA	0,21	0,30	0,46	0,55
3	Progress Software Corporation	USA	0,21	0,21	0,19	0,17
4	SAP SE	Deutschland	0,02	0,03	0,04	0,04
5	Teradata Corporation	USA	0,05	0,05	0,06	0,06
6	Software AG	Deutschland	-0,05	-0,06	-0,06	-0,04
<b>Arithmetisches Mittel</b>			<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,15</b>	<b>0,16</b>
Minimum			-0,05	-0,06	-0,06	-0,04
Maximum			0,23	0,30	0,46	0,55
<b>Median</b>			<b>0,13</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,11</b>

## Peer Group - Verschuldeter Betafaktor

Nr.	Unternehmen	Sitzland	2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
			lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
1	Axway Software SA	USA	0,36	0,50	0,38	0,75						
2	Informatica Inc.	USA	1,27	1,43								
3	Progress Software Corporation	USA	0,78	0,91	0,81	0,96	0,92	1,07	0,86	1,02	0,93	1,16
4	SAP SE	Deutschland	0,95	0,83	0,91	0,79	1,04	1,06	1,00	1,07	1,01	1,05
5	Teradata Corporation	USA	0,89	1,09	1,07	1,08	1,19	1,36	0,96	1,06	0,94	1,01
<b>Arithmetisches Mittel</b>			<b>0,85</b>	<b>0,95</b>	<b>0,79</b>	<b>0,90</b>	<b>1,05</b>	<b>1,16</b>	<b>0,94</b>	<b>1,05</b>	<b>0,96</b>	<b>1,07</b>
Minimum			0,36	0,50	0,38	0,75	0,92	1,06	0,86	1,02	0,93	1,01
Maximum			1,27	1,43	1,07	1,08	1,19	1,36	1,00	1,07	1,01	1,16
<b>Median</b>			<b>0,89</b>	<b>0,91</b>	<b>0,86</b>	<b>0,88</b>	<b>1,04</b>	<b>1,07</b>	<b>0,96</b>	<b>1,06</b>	<b>0,94</b>	<b>1,05</b>

## SAG - Verschuldeter Betafaktor (Freitagsschlusskurs)

Unternehmen	Sitzland	2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
		lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
Software AG	Deutschland	0,73	0,47	0,64	0,58	0,75	0,84	0,78	0,84	0,76	0,63

## SAG - Verschuldeter Betafaktor (Wochendurchschnitt)

Unternehmen	Sitzland	2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich	
		lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI	lokal	MSCI
Software AG	Deutschland	0,77	0,66	0,81	0,64	0,82	0,84	0,80	0,85	0,76	0,63

## Anlage 4

# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

### 1. Geltungsbereich

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

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

### 2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

### 3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

### 6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

### 7. Mängelbeseitigung

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

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche 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 berichtet werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

### 8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

### 9. Haftung

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

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.



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

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. 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.

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

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

### 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit in gesetzlicher Schriftform erteilter 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 wesentliche Unrichtigkeiten hinzuweisen.

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

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

- a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen 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 Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

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

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

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

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

### 12. Elektronische Kommunikation

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

### 13. Vergütung

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

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

### 14. Streitschlichtungen

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

### 15. Anzuwendendes Recht

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